

# Pihlajalinna

## Laajaraportti

7.6.20217:50



**Olli Vilppo**  
+358 40 761 9380  
olli.vilppo@inderes.fi



**Petri Kajaani**  
+358 50 527 8680  
petri.kajaani@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kannattavan kasvun jatkaminen kriittistä

Toistamme Pihlajalinnan tavoitehintamme 12,5 € sekä lisää-suosituksemme. Uskomme yhtiön viime kvartaalien positiivisen kannattavuuskehityksen jatkuvan. Se on nostanut myös taseen velankantokykyä ja yhtiö voi jatkaa kasvuinvestointeja sen turvin. Maltilliset arvostuskertoimet tarjoavat riittävää turvamarginaalia osakkeessa, vaikka soteuudistus sekä pääkilpailijoiden suuremman koon tuoma etulyöntiasema pitävät myös riskejä koholla.

## Edelläkävijä sujuvissa hoitopoluissa ja kiinteähintaisessa toimintamallissa

Pihlajalinnalla on historiansa alusta lähtien kehittännyt perinteiselle sote-alalle uusia tehokkaampia ja asiakaslähtoisempiä toimintamalleja ja tämä kyvykkyys on sen selkein kilpailuetu. Yhtiö on alueellisesti myös vahva Pirkanmaalla, Keski-Suomessa, Etelä-Pohjanmaalla, pk-seudulla sekä Oulussa. Yhtiö on noussut markkinajohtajaksi kiinteällä hinnalla tuotetuissa kuntien kokonaisulkoistuksissa, joissa kyky hoitaa potilaita viiveettä ennen ongelmien pahentumista korostuu. Nykyinen sote-esitys suhtautuu penseästi isompiin ulkoistuksiin ja niiden jatkoon vuoden 2025 jälkeen liittyy epävarmuutta. Yhtiön strateginen fokus on siirtymässä pienempien kokonaisuuksien palvelumyyntiin julkisille asiakkaille, minkä näemme järkevänä.

## Muussa kuin ulkoistustoiminnassa yhtiö vaikuttaa saaneen tuloskäänteen hyvään vauhtiin

Yksityisen verkoston kannattavuus on lähtenyt viime kvartaaleina elpymään selvästi, kun pandemian alkushokista päästiin eteenpäin. Taustalla on ollut organisaatiouudistus sekä tehostamisohjelma, jotka ovat olleet onnistuneita. Myös yritysasiakkaissa kasvu on ollut pirteää. Päivitystyössä strategiassa palvelun tuotantoa sujuvoitetaan edelleen kaikkien asiakassegmenttien osalta keskittymällä toiminnan digitalisointiin sekä monikanavaiseen asiointiin. Myös ennaltaehkäisyä painotetaan entistä enemmän mm. liikuntakeskusten potentiaalia hyödyntämällä.

## Tavoitteet selvästi ennusteitamme ylempänä

Ennustamme 2021 liikevaihdon kasvavan 8 % 549 MEUR:oon ja liikevoiton nousevan 26,4 MEUR:oon. 2022 liikevaihto kasvaa ennusteessamme 4 %:lla 569 MEUR:oon ja liikevoitto kohenee 27,7 MEUR:oon kulujen lievästi skaalautuessa. Kasvua eteenpäin mentäessä ajaa omissa toimipisteissä toteutettavien palveluiden myynnin kasvu, joka parantaa käyttöasteita. Ulkoistustoiminnan kannattavuusennusteemme olemme pitäneet varovaisina johtuen kustannustasojen noususta sekä tilaajien kanssa olevista erimielisyyksistä niiden maksajista, emmekä ennusta kannattavuuden yltävän historiallisille tasoille. Konsernin pidemmän ajan ennusteemme ovat liikevoiton osalta 5,0 %:n tuntumassa ja selvästi alle yhtiön tavoitetason (yli 7 %).

## Poliittiset riskit ovat koholla, mutta tämä on myös painanut arvostusta

Pihlajalinnan 2021e P/E-luku (oik.) 15x ja EV/EBITDA 7x sekä 2022e P/E-luku (oik.) 14x ja EV/EBITDA 6x ovat erittäin matalat, kun niitä vertaa historiallisiin tasoihin (P/E 27x ja EV/EBITDA 11x). Myös suhteessa verrokkiryhmään yhtiötä hinnoitellaan 30 %:n alennuksella. Pitkän ajan ennusteemme sisältävät kuitenkin edelleen merkittävää epävarmuutta, mikä liittyy nykyisten kokonaisulkoistussopimusten jatkoon vuoden 2025 jälkeen. 2021-2024 ennustamamme noin 8 %:n tuloskasvun realisoiduminen on osakkeen keskeisin ajuri, jota täydentää 2 %:n osinkotuotto. ”Muu kuin ulkoistustoiminta”-segmentin selvä tasonnosto (2024e 60 %:n osuus liikevoitosta) on hajauttanut asiakasriskejä, mikä on mielestämme tukenut osakkeen tuotto/riski –suhdetta.

## Suositus

### Lisää

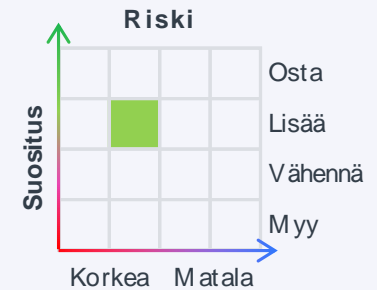
(aik. Lisää)

### 12,50 EUR

(aik. 12,50 EUR)

### Osakekurssi:

11,00



## Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Liikevaihto</b>	509	549	569	585
<b>kasvu-%</b>	-2 %	8 %	4 %	3 %
<b>EBIT oik.</b>	21,1	26,4	27,7	29,4
<b>EBIT-% oik.</b>	4,1 %	4,8 %	4,9 %	5,0 %
<b>Nettotulos</b>	8,8	16,4	17,3	18,6
<b>EPS (oik.)</b>	0,52	0,72	0,76	0,82

<b>P/E (oik.)</b>	18,1	15,2	14,4	13,4
<b>P/B</b>	1,9	2,0	1,9	1,7
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,1 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	19,8	16,2	14,7	13,2
<b>EV/EBITDA</b>	7,9	7,0	6,5	6,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,8	0,8	0,7	0,7

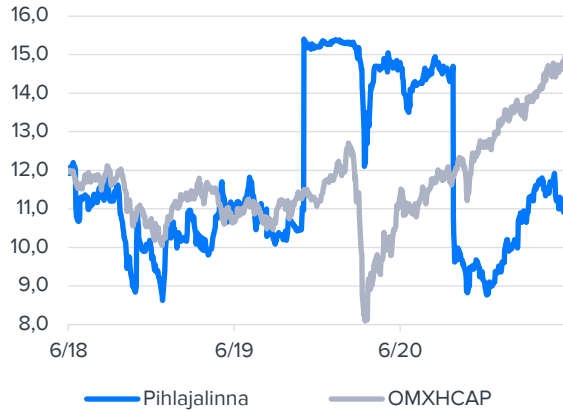
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

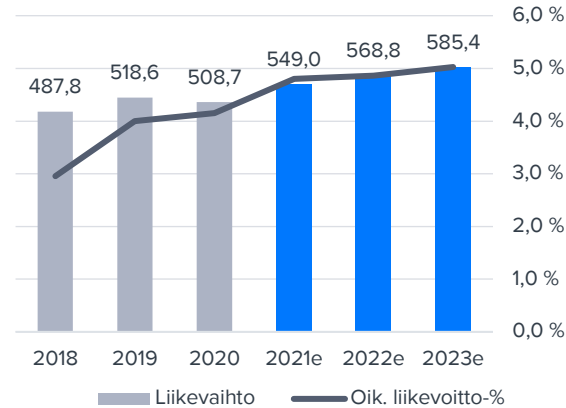
Pihlajalinnalla ohjeistetaan vuonna 2021 liikevaihdon kasvavan selvästi ja oikaistun liikevoiton paranevan selvästi vuodesta 2020.

## Osakekurssi



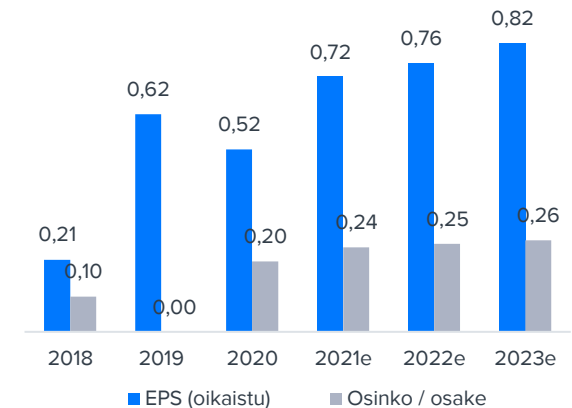
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP

**249**

MEUR

EV

**428**

MEUR

EV/EBIT

**16,2**

2021e

P/E (oik.)

**15,2**

2021e



### Arvoajurit

- Alueellisesti vahva asema ja arviomme mukaan myös kannattavuus
- Verkoston kasvun myötä paraneva asema suhteessa isoihin työterveyden yrityksiin sekä vakuutusyhtiöihin
- Toimipisteiden ylösajon etenemisen myötä paraneva kannattavuus
- Väestön ikääntyminen
- Julkisen puolen haasteet hoitojonojen purussa



### Riskitekijät

- Nykyisen hallituksen sote-uudistus luo epävarmuutta kuntaulkoistusten jatkolle vuoden 2025 jälkeen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Taloustilanteen kehitys
- Verkoston laajentamisen kalleus alueellisista verkostovaikutuksista johtuen
- Digi-investointien kilpailijoita pienempi rahallinen arvo
- Tietojärjestelmäriskit
- Kohollaan olevat myyntisaamiset



### Arvostus

- Nykyinen soteuudistus pitää riskit julkisten asiakkaiden osalta koholla, mistä syystä pidämme nykyisiä matalia arvostuskertoimia yhtiölle perusteltuina
- Ennustamamme tuloskasvun realisoituminen on osakkeen keskeisin ajuri
- Osake on hinnoiteltu selvästi alle verrokkiryhmän
- Tuotto/riskisuhde on kokonaisuutena tarkasteltuna mielestämme hyvä

# Sisällysluettelo

Pihlajalinna lyhyesti ja historia	<b>5-6</b>
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>7-14</b>
Sote-markkina ja sote-uudistus	<b>15-19</b>
Kilpailuympäristö ja kilpailuedut	<b>20-22</b>
Taloudellinen kehitys	<b>23-27</b>
Strategia	<b>28-33</b>
Sijoitusprofiili	<b>34</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>35-39</b>
Taulukot	<b>40-45</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>46</b>

# Pihlajalinna lyhyesti

Pihlajalinna on Suomen kolmanneksi suurin yksityinen sosiaali- ja terveystalouden tuottaja. Yhtiön asiakkaita ovat yksityishenkilöt, yritykset, vakuutusyhtiöt ja julkisyhteisöt kuten kunnat ja kuntayhtymät.

## 2001

Perustamisvuosi

## 2015

Listautuminen

## 509 MEUR (-2 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

## 21 MEUR (4,1% lv:sta)

Liikevoitto oikaistu 2020

## 64 %

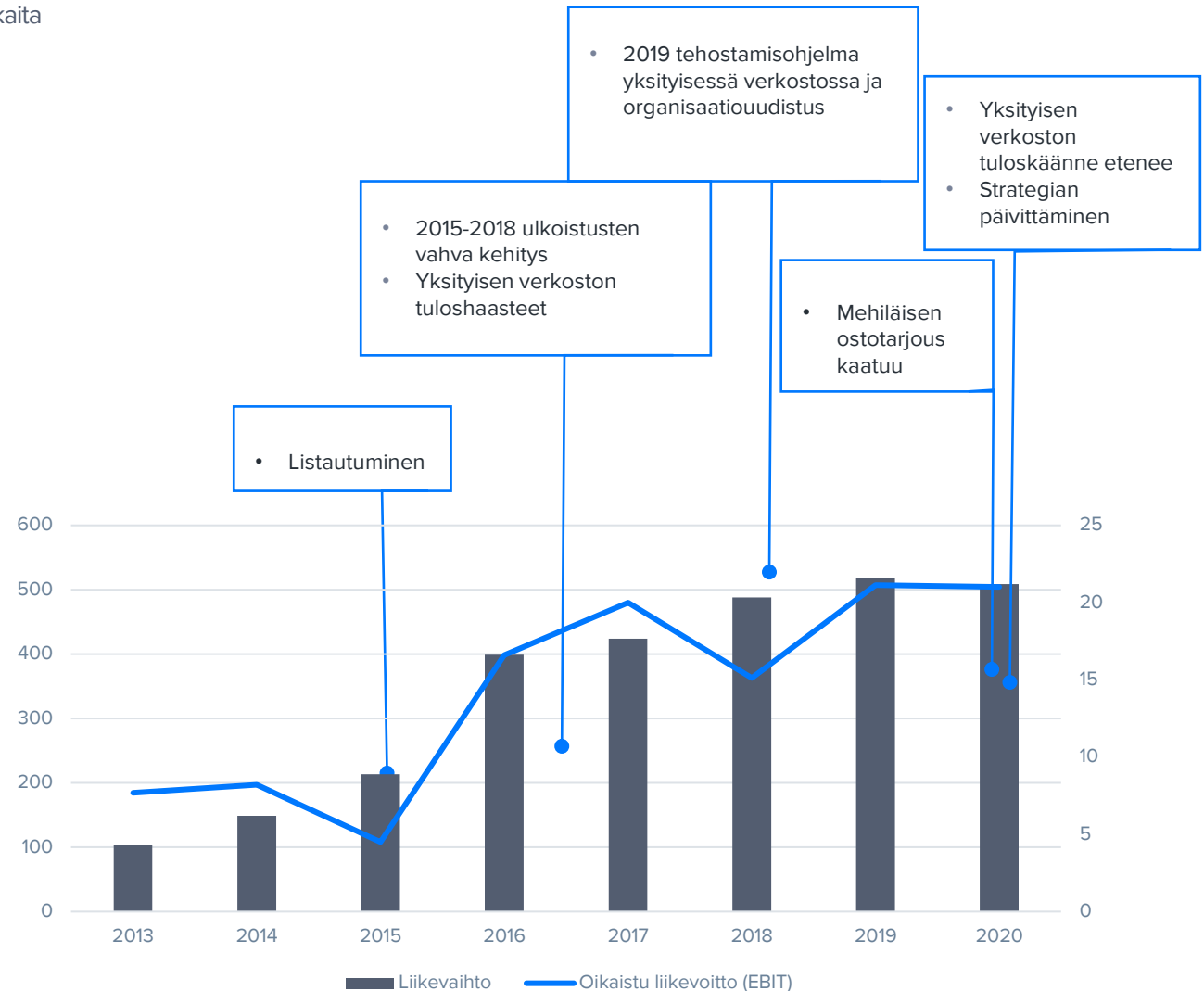
Julkiset asiakkuudet liikevaihdosta 2020

## 22 % ja 14 %

Yritysassiakkaat/yksityisasiakkaat liikevaihdosta 2020

## 5500

Henkilöstö 2020 lopussa



# Historia

## Historia

Mikko Wirén perusti Pihlajalinnan Parkanossa vuonna 2001 tarjoamaan ratkaisuja perusterveydenhuollon lääkäripulaan ja kuntasektorin haasteisiin erikoissairaanhoidossa. Alkuaikoina Pihlajalinnan palveluntuotanto käsitti pääosin terveydenhuollon ammattihenkilöiden vuokrauspalveluita kunnille. Ensimmäisen lääkärikeskuksen yhtiö perusti vuonna 2005 Ylöjärvelle ja leikkaustoiminta aloitettiin samana vuonna Nokialla. Vuonna 2005 yhtiö laajensi toimintansa myös työterveyshuoltoon.

Välillä 2006-2010 yhtiö keskittyi vahvistamaan liiketoimintaansa laajentamalla yksityistä lääkärikeskusverkostoaan sekä kehittämällä ulkoistusliiketoimintaansa. Pihlajalinna sopi ensimmäisestä terveysasemaulkoituksesta Tampereen kaupungin kanssa vuonna 2007. Vuonna 2008 yhtiö aloitti hoivapalveluiden tuottamisen.

Ulkoistusliiketoiminta kasvoi merkittävästi vuonna 2010, kun Suomen ensimmäinen julkisen ja yksityisen toimijan yhdessä omistama osakeyhtiö Jokilaakson Terveys Oy aloitti toimintansa. Jokilaakson terveys voitti tuolloin Suomen suurimman terveydenhuollon ulkoistuskilpailutuksen, joka käsittää terveydenhuoltopalveluiden tuotannon Jämsän kaupungin omistamassa Jokilaakson sairaalassa.

Vuoden 2012 lopussa Pihlajalinna laajensi liiketoimintaansa merkittävästi ostamalla Dextra-lääkärikeskuksen koko osakekannan.

Myös ulkoistusliiketoiminta kasvoi merkittävästi vuoden 2012 lopussa, kun Mänttä-Vilppulan kaupunki ulkoisti Pihlajalinnan kanssa perustetulle yhteisyritykselle kaupungin koko sosiaali- ja terveystoimen. Vuonna 2015 yhteisyritys Kolmostien terveys aloitti Parkanon ja Kihniön ja Jämsän Terveys Jämsän kaupungin palveluiden kokonaisulkoistukset. Pihlajalinna listautui vuoden 2015 kesäkuussa Helsingin pörssiin.

Vuoden 2016 alussa Pihlajalinna aloitti tähän asti suurimman kuntaulkoistuksen tuotannon Kuusiokunnissa. Vuoden 2017 aikana Pihlajalinna siirtyi käyttämään uutta ilmettä ja Pihlajalinna-nimeä myös yksityisissä palveluissa ja Dextra-nimestä luovuttiin. Vuonna 2017 Pihlajalinna kasvatti myös digipanostuksiaan ja jatkoi toimipisteverkoston valtakunnallista laajentamista. Pihlajalinna toimitusjohtaja vaihtui joulukuussa 2017, kun Joni Aaltonen aloitti yhtiön johdossa.

Myös vuosina 2018-2019 yhtiö on jatkanut yritysostovetoista kasvuaan (mm. Forever-liikuntakeskusketjun, Doctagon, Verso) sekä nostanut omistuksiaan kuntien kanssa perustetuissa yhteisyrityksissä. Vuonna 2018 yhtiö laajensi verkostoaan myös merkittävästi avaamalla uudet täyden palvelun lääkärikeskukset Turkuun, Ouluun ja Seinäjoelle.

Marraskuussa 2019 Mehiläinen teki ostotarjouksen Pihlajalinnasta. Ostotarjous kaatui lopulta syyskuussa 2020 KKV:n kieltoesitykseen ja yhtiö jäi itsenäiseksi toimijaksi. Vuonna 2021 Pihlajalinna osti Työterveys Virta Oy:n vahvistaen asemaansa myös Oulun seudulla merkittävästi.



**Pihlajalinna**

- Työvoimapalvelut (2001 alkaen)
- Lääkärikeskukset (2005 alkaen)
- Leikkaustoiminta (2005 alkaen)
- Työterveyshuolto (2005 alkaen)
- Terveysasemaulkoistukset (ensimmäinen 2007 alkaen)
- Hoivapalvelut (2008 alkaen)
- Suunterveydenhoito
- Diagnostiikka- ja kuvantamispalvelut
- Jokilaakson sairaalan ulkoistus (2010 alkaen)
- Kuntien kokonaisulkoistukset yhteisyritysten kautta (2012, 2015, 2015 ja 2016 alkaen)
- Liikuntakeskuspalvelut (2018 alkaen)
- Vastuulääkäripalvelut (2018 Doctagon hankinnan myötä)

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Kolme asiakassegmenttiä

Pihlajalinnan liikevaihto oli vuonna 2020 509 MEUR. Yhtiö jaottelee liikevaihtonsa kolmeen asiakassegmenttiin, joita ovat julkinen sektori, yritysasiakkaat ja yksityisasiakkaat. Konsernilla on lisäksi reilusti segmenttien välistä sisäistä myyntiä (2020: 65 MEUR), joka pitää vähentää eliminoimattomasta kokonaisliikevaihdosta.

## Julkinen sektori selvästi isoin asiakassegmentti

Julkisen sektorin asiakkaat (367 MEUR tai 64 % liikevaihdosta) ryhmään kuuluvat julkisen sektorin organisaatiot kuten kunnat, kuntayhtymät, seurakunnat, sairaanhoitopiirit ja julkishallinto. Ne hankkivat yhtiöltä sosiaali- ja terveydenhuollon ulkoistuspalveluita, työvoimapalveluita, työterveyshuollon palveluita, asumispalveluita tai muita palveluja mm. kunnan asukkaille myönnettyjen palvelusetelien kautta.

Julkisen sektorin liikevaihto on kausiluonteisesti tasaisinta, sillä asiakassegmentin myynnistä lähes neljä viidesosaa muodostuu nykyisellään kokonaisulkoistuksista, joidenka laskutus perustuu pääsääntöisesti kiinteisiin hintoihin. Ne rullaavat liikevaihtoon tasaisesti pitkin vuotta. Kesälomakausina tällaisiin sopimuksiin liittyvät henkilöstökustannukset pienenevät ja kannattavuus paranee. Tämän takia asiakassegmentin kannattavuus on kausiluonteisesti korkeimmillaan Q3:lla.

## Yritysasiakkaiden merkitys kasvanut

Pihlajalinnan Yritysasiakkaat-segmentti (128 MEUR

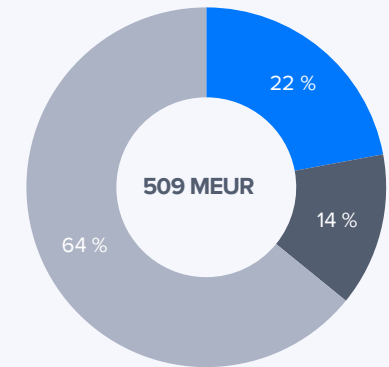
tai 22 % liikevaihdosta) koostu työterveyshuollon asiakkaista, vakuutusyhtiöasiakkaista ja muista yrityssoyimusasiakkaista lukuun ottamatta julkisen sektorin työterveysasiakkaita. Segmentin sisällä yhtiö ilmoittaa myös vakuutusyhtiöasiakkaiden myynnin, joka oli vuonna 2020 23 % segmentin myynnistä.

## Yksityisasiakkaat pienin segmentti

Yksityisasiakkaat (80 MEUR tai 14 % liikevaihdosta) ovat itse maksavia yksityishenkilöitä, jotka saattavat hakea myöhemmin korvausta vakuutusyhtiöiltä. Vuonna 2020 koronapandemia laski etenkin yksityisasiakkaiden myyntiä merkittävästi, kun suunterveydenhoidon, lääkärikeskusten ja liikuntakeskusten kävijämäärät kärsivät.

Yksityis- ja yritysasiakkaiden laskutus tapahtuu pääsääntöisesti käytön mukaan. Niiden palvelukysyntä on kausiluonteisesti alhaisempi ja kannattavuus heikompi lomakausina, erityisesti heinä-elokuussa, kun käyttöasteet laskevat.

Liikevaihdon jakautuminen 2020



■ Yritysasiakkaat ■ Yksityisasiakkaat ■ Julkinen sektori

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Yksityinen toimipisteverkosto ja palvelutuotanto

Pihlajalinnalla oli vuoden 2020 lopussa yksityisiä lääkärikeskuksia, sairaaloita, hammasklinikoita, liikuntakeskuksia ja tehostetun palveluasumisen yksiköitä noin 140. Yhtiön verkosto on laajentunut selvästi viime vuosina ja sen peitto kasvatetaan edelleen (kts. sivu 32).

Yksityisistä lääkärikeskus, sairaala ja hammasklinikoista koostuvassa verkostossa tuotetaan kaikki yksityisasiakkaiden ja yritysasiakkaiden palvelu. Niitä ovat yleis- ja erikoislääkäripalvelut, diagnostiikkapalvelut, kirurgiset palvelut, työterveyshuollon ja suunterveydenhuollon palvelut sekä mm. fysioterapia ja psykologien palvelut ja hedelmöityshoidot. Kunkin toimipisteen palvelutarjonta vaihtelee niiden koon ja tarkoituksen mukaan. Pihlajalinnan suurimmat täyden palvelun toimipisteet ovat Koskiklinikka (Tampere) ja Munkkivuori (Helsinki).

Työterveyden palvelut tuottaa moniammattilainen tiimi, jossa on työterveyslääkäri, työterveyshoitaja, työfysioterapeutti, työ- ja organisointipsykologi sekä ravintoterapeutti. Yhtiöllä on tällä hetkellä jo 14 500 yritysasiakasta ja 230 000 työterveyden loppuasiakasta.

Yksityisen verkoston toimipisteissä tuotetaan palveluita myös julkisille asiakkaille, kun kunnat tilaavat Pihlajalinnalta toimenpiteitä ostopalveluina. Pihlajalinna tuottaa näissä toimipisteissään myös työterveyden palveluita julkisille asiakkaille.

Liikuntakeskukset ovat 2018 alkaen täydentäneet

Pihlajalinnan hoitoketjua etenkin ennaltaehkäisevässä toiminnassa ja asiakkaiden kuntoutumista erikoissairaanhoidon toimenpiteiden jälkeen.

## Ulkoistukset tuotetaan pääosin kunnan tiloissa

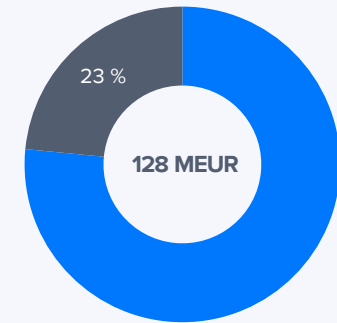
Yksityisen verkoston lisäksi yhtiöllä on neljä isoa sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaisulkoistussopimusta. Pihlajalinna tuottaa sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaisulkoistuksia Jämsässä, Mänttä-Vilppulassa, Juupajoella, Parkanossa, Kihniössä, Kuusiokunnissa (Alavus, Kuortane Ähtäri) ja Soinissa.

Niissä on yhteensä noin 60 toimipistettä (mm. terveyskeskuksia, neuvoloita, tehostetun palveluasumisen yksiköitä ja päivätoimintakeskuksia). Näissä tilaajan omistamissa tiloissa tuotetaan suurin osa yhtiön julkisesta tuotannosta. Palvelut kunnille tuotetaan pääasiassa niiden osoittamissa tiloissa, joten ulkoistusliiketoiminnan kasvattaminen ei vaadi Pihlajalinnalta merkittäviä investointeja. Kokonaisulkoistusten lisäksi yhtiö tuottaa tällä hetkellä Huhtasuo terveysaseman palvelut sekä Kristiinan kaupungin osaulkoistusta.

## Etäpalveluiden rooli kasvanut

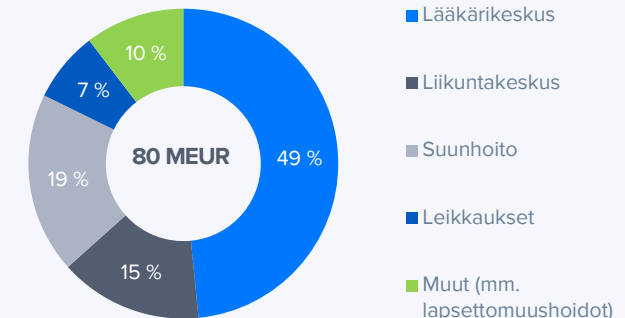
Pihlajalinnan palveluntuotannossa korostuvat yhä enemmän myös etäpalvelut sekä (video-, chat-, puhelinvastaanotto, vastuulääkäripalvelu, hoitajapuhelin). Niissä asioitiin vuonna 2020 lähes 500 000 kertaa, joka oli 44 % kaikista Pihlajalinnan vastaanotoista.

## Yritysasiakkaiden liikevaihdon jakautuminen 2020



■ Yritysmyynti ■ Vakuutusyhtiömyynti

## Yksityisasiakkaiden palvelumyynti 2020





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Hoivapalvelut tuotetaan pääosin osana kokonaisulkoistuksia

Hoiva- ja asumispalvelut sisältävät sekä hoivakodeissa tarjottavia asumispalveluita että kotihoitopalveluita. Pihlajalinna tuottaa hoivapalveluita pääosin julkisyhteisöille kokonaisulkoistusten yhteydessä ja pienessä mittakaavassa yksityisesti.

Palveluita tuotetaan sekä kunnan tiloissa että yhtiön omissa hoivapalveluyksiköissä. Pihlajalinnalla on tällä hetkellä 8 omaa tehostetun palveluasumisen Ikipihlaja-kotia. Asiakkaat Ikipihlajissa ovat pääsääntöisesti myös kuntia, sillä hyvin harva yksityishenkilö maksaa hoivansa itse omavastuuosuutta lukuun ottamatta.

## Työvoimapalvelut julkisille asiakkaille

Pihlajalinnan työvoimapalvelut käsittävät sekä julkisyhteisöille että Pihlajalinnan muille palvelualueille tuotetut ostolääkäri-, vuokralääkäri- ja päivystyspalvelut. Tyypillinen tarve työvoimapalvelujen käytölle on kilpailutettu lääkäri työvoiman toimitus terveysasemalle tai päivystykseen.

Työvoimapalveluita käytetään etenkin syrjäseuduilla, jonne kunnan on itse vaikea saada lääkäreitä vakituisen työhön. Henkilöstöpalvelut ovat monen nuoren lääkärin ensimmäisiä työpaikkoja ja ne toimivat myös hyvänä porttina uran edetessä siirtyä ammatinharjoittajaksi Pihlajalinnalle.

Ulkoisille asiakkaille tuotettujen palvelujen lisäksi

Työvoimapalveluilla on myös tärkeä rooli osana yhtiön omaa resurssienhallintaa. Palvelualueella on tärkeä merkitys Pihlajalinnan sisäisenä tukifunktiona esimerkiksi kuntaulkoistuksissa.

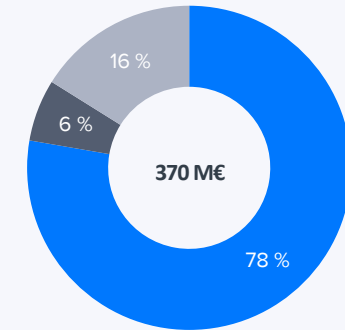
## Vastuulääkäripalvelut ikäihmisten hoidossa

Pihlajalinnan tuottama merkittävä palvelu julkiselle sektorille on ikäihmisten hoidossa käytetty vastuulääkäripalvelu. Pihlajalinna tuottaa vastuulääkäripalvelua jo 73 kunnalle painottuen länsirannikolle ja niitä tarjotaan jo yli viidennekselle suomalaisista asumispalveluasiakkaista. Palvelu on myös saanut Lääkäriliiton lautupalkinnon.

Vastuulääkäripalvelumallin lähtökohta on potilaan yksilöllisen hoidon tarpeen huomiointi. Siinä lääkärit tekevät potilaalle kokonaisvaltaisen arvion ja hoitosuunnitelman. Samat lääkärit vastaavat myös potilaan päivittäisestä hoidosta yhdessä kotihoidon tai hoivakodin henkilökunnan kanssa.

Lääkäripalvelu on saatavilla ympäri vuorokauden, kun potilaan oma lääkäri voidaan tavoittaa digikanavien kautta joustavasti. Näin tyypillisesti vain hoitajan pitää olla ikäihmisen luona ja alan niukkaa resurssia eli lääkärin työaika voidaan hyödyntää erittäin tehokkaasti, kun potilas on lääkärille entuudestaan tuttu. Vastuulääkäripalvelut sisältyvät julkisen sektorin liikevaihdossa ”työterveys ja muut palvelut” alle.

Julkisen sektorin liikevaihdon jakautuminen 2020



■ Kokonais- ja osaulkoistukset ■ Työvoimapalvelut  
■ Työterveys ja muut palvelut

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Integroitu hoitoketju liiketoiminnan ytimessä

Yhtiön keskeinen arvolutaus kaikille asiakassegmenteille on kyky tarjota loppuasiakkaalle nopea hoitoon pääsy ja koko hoitoketjun palvelut. Integroitu hoitoketju tarkoittaa esimerkiksi potilaan ohjaamista perusterveyden ensihoidosta, kuvantamis- ja laboratoriapalveluiden kautta edelleen omien sairaalayksiköiden kirurgisiin palveluihin ja siitä vielä kuntoutukseen.

Hoitoketjuajattelun myötä potilaan toipumisaikaa kyetään minimoimaan. Tämä parantaa loppuasiakkaan kokemaa arvoa, mutta samalla vähentää hoidon tuottamisen kustannuksia, kun ongelmat eivät pääse syvenemään.

Liiketoimintamallin erityispiirteenä on, että yhtiöllä on erittäin tärkeää olla kilpailukykyinen asiakkaiden lisäksi myös lääkärin suuntaan. Lääkärit ovat liiketoimintamallin tärkein yksittäinen tuotannontekijä, sillä etenkin yksityis- ja yritysasiakas hakeutuu hoitoon tyypillisesti juuri lääkärinvastaanoton kautta.

Merkittävä osa lääkäreistä työskentelee ammatinharjoittajina ja heillä ei ole kilpailullisia esteitä vaihtaa eri työnantajien välillä. Ammatinharjoittajina työskentelevien lääkärin palkka on muuttuva kustannus. Se perustuu tulojakomalliin ja näkyy tuloslaskelmassa materiaalit ja palvelut rivillä. Yhtiöllä on myös kiinteällä palkalla toimivaa hoitohenkilökuntaa (osa lääkäreistä, sairaanhoitajat, vastaanottoapulaiset yms.) ja etenkin kuntaulkoistuksissa läkärit ovat tyypillisesti työsuhteissa.

Kyky tarjota lääkäreille tasaista ja omaan osaamiseen relevanttia asiakasvirtaa on näkemyksemme mukaan tärkein yksittäinen tekijä lääkärin valitessa työpaikkaansa. Myös integroitu hoitoketju ja tehokas sisäinen lähetejärjestelmä, hyvä työympäristö ovat näkemyksemme mukaan lääkärin arvostamia tekijöitä.

## Segmenttien välillä on myös synergioita

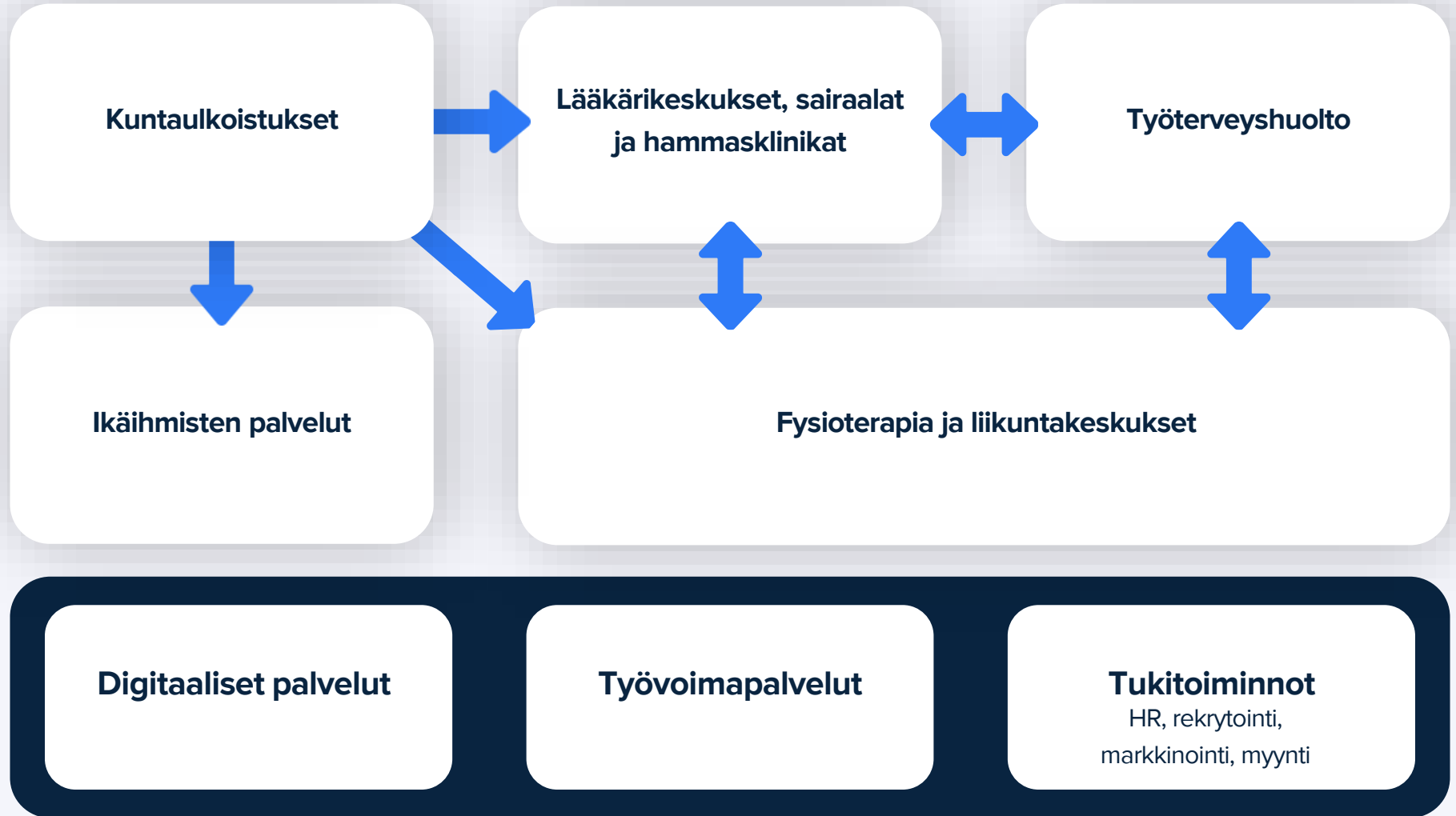
Pihlajalinnan eri palvelualueiden liiketoiminta on luonteeltaan erilaista (ulkoistukset, työterveys, lääkäriasemat, leikkausyksiköt, ikäihmisten hoito, kuntosalit). Niiden välille syntyy kuitenkin synergioita asiakassegmenttien välisen asiakassyötön kautta.

Suuri osa segmenttien välisestä asiakassyötöstä tapahtuu ulkoistusyhtiöiden ja yksityisen verkoston kesken. Tyypillisesti myös hyvä työterveysmyynti johtaa itsemaksavien lääkärikeskus- ja sairaala-asiakkaiden lisääntymiseen, sillä mm. hyvä asiakaskokemus jää loppuasiakkaan muistiin. Yhtiö on myös päivitettyssä strategiassaan kehittämässä ristiinmyyntiä lääkärin vastaanotolta liikuntakeskuksiin (s. 31). Hoivapalveluilla on merkittävä rooli kuntaulkoistusten tukifunktiona, sillä ne optimoivat potilashoitoketjua.

Lisäksi henkilöstöressurssien tehokas käyttö helpottuu, kun työvoimaa voidaan tarpeiden mukaan siirtää eri asiakassegmenttien välillä. Yhtiöllä on myös keskitetty HR ja rekrytointikoneisto, digipalveluiden kehitys sekä markkinointi ja yhtenäinen brändi-ilme. Näiden toimintojen kustannukset voidaan siten jyvittää isommille myyntivolyymeille.



# Pihlajalinnan palvelukokonaisuus ja asiakasohjaus



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

## Kiinteään hintaan perustuva liiketoimintamalli

Yli puolet koko Pihlajalinnan myynnistä muodostuu kiinteähintaisesta laskutuksesta. Kannattavuuden selkeimmät ajurit kiinteähintaisissa sopimuksissa ovat toiminnan tehokkuus ja ennaltaehkäisy ja hoitoon pääsy ilman suurta viivettä, jotta ongelmat eivät pahene.

Suurin osa-alue tästä on kuntien sosiaali- ja perusterveydenhuollon ulkoistukset. Ulkoistukset on aikoinaan saatu julkisen kilpailutuksen kautta, missä kunta on määrittänyt tarvittavan palvelutason, hinnan ja muita vaatimuksia. Kokonaisulkoistussopimukset ovat pitkiä (10 vuotta + optio 5 vuotta) ja sopimuskauden hinnoittelua tarkastetaan sopimuskauden aikana väestön määrän ja ikärakenteen muutosten mukaisten indeksikorotusten mukaisesti. Ulkoistuksista Jämsän Terveyden (sis. Jokilaakson sairaala) sopimus on voimassa vuoden 2025 elokuun loppuun ja muut suunnilleen vuoteen 2030 asti.

Ulkoistusten kannattavuutta tukee etenkin se, jos erittäin kallista erikoissairaanhoidoa kyetään välttämään varhaisen tunnistamisen ja nopeaan hoitoon pääsyn keinoin jo perusterveydenhuollossa. Valtaosan vaativammasta erikoissairaanhoidosta yhtiö hankkii alihankintana sairaanhoitopiireiltä, jotka laskuttavat kokonaisulkoistuksia tämän perusteella. Myös omissa leikkausyksiköissä voidaan hoitaa osa kokonaisulkoistusten potilaista (mm. Jokilaakso).

Osa työterveyden sopimuksista kuuluu myös kiinteästi hinnoiteltuun laskutukseen. Niiden osuus

on tällä hetkellä käsityksemme mukaan jo noin viidennes kaikista työterveyden sopimuksista. Myös vastuulääkäripalvelut tuotetaan käytännössä kiinteähintaisena palveluna. Kiinteähintaisessa mallissa myös monikanavaisella palvelun tuotannolla on keskeinen rooli kustannusten tehostajana ja hoitoon pääsyn varmistajana.

## Käytön mukaan laskutettava liiketoimintamalli

Yksityisellä puolella sekä osittain Jokilaakson sairaalassa (ulkoistus) on käytössä liiketoimintamalli, jossa yhtiö saa tulovirtaa hoitaessaan asiakkaiden sairauksia (laskutus per tapahtuma). Niissä palveluiden käyttöaste ajaa voimakkaasti kannattavuutta. Yhtiön kannattavuuden keskeisin ajuri tässä liiketoiminnassa ovat palveluiden käyttöasteet. Suuri osa toiminnan pyörittämisen kustannuksista on kiinteitä (vuokrat, osa henkilöstöstä) ja käyttöaste näkyy tulosvivulla molempiin suuntiin nopeasti.

Yhtiön tärkein tehtävä käytön mukaan laskutettavissa palveluissa on onnistua kysynnän (asiakasvirran) ja tarjonnan (palveluntuotannon) tasapainottamisessa. Käyttöasteita ei pyritä kuitenkaan optimoimaan täyteen palveluiden saatavuuden kustannuksella. Tämä heikentäisi keskeistä arvolupausta eli nopeaa hoitoon pääsyä.

Myös käytön mukaan laskutettavassa liiketoimintamallissa yhtiön tarjoamat etäpalvelut ovat tärkeä osa. Etenkin palveluntuotannon pullonkaularessurssina usein toimiva lääkäri ei ole niiden myötä enää sidottuna tiettyyn toimipaikkaan ja työaika tehostuu potilaskohtamisissa.



## Kumppanit

Vakuutusyhtiöt  
(Fennia, If, Lähi-  
Tapiola, OP)

Julkinen sektori  
(kunnat, kuntayhtymät)

Valvontaviranomaiset

Järjestöt, liitot  
(ammattiliitot,  
potilasjärjestöt,  
kansalaisjärjestöt)

Alihankintapalvelu  
(Vaativa  
erikoissairaanhoito,  
laboratoriopalvelut,  
hoivapalvelut, jne.)

## Toimipisteet

Lääkärikeskukset

Työterveyspisteet

Sairaalat

Hammasklinikat

Yhteisyritykset kuntien kanssa

Ulkoistetut terveysasemat

Hoivakodit

Kuntosalit

## Resurssit

Oma hoitohenkilöstö ja  
yksityiset  
ammattinharjoittajat



Tilat ja laitteet



Digitaaliset palvelut  
(etälääkäri)



Toiminnanohjausjärjestelmä

## Liiketoimintaidea

**Pihlajalinna tuottaa sosiaali- ja terveydenhuollon palveluita yksityishenkilöille, yrityksille, vakuutusyhtiöille ja julkisyhteisöille**



**Pihlajalinna**

- Brändi ja maine
- Palvelutarjoama ja ammattilaiset
- Toimipisteverkosto ja etäpalvelut
- Sujuvat integroidut hoitopolut
- Asiakaskokemus

## Asiakassegmentit

Yritysassiakkaat  
(22 % liikevaihdosta)



Yksityisasiakkaat  
(14 % liikevaihdosta)



Julkisen sektorin asiakkaat  
(64 % liikevaihdosta)



## Palvelualueet

Lääkärikeskukset

Sosiaali- ja terveydenhuollon kokonaisulkoistukset

Leikkaustoiminta ja julkinen erikoissairaanhoito

Terveysasemaulkoistukset

Suunterveydenhoito

Työvoimapalvelut

Työterveyshoito

Hoivapalvelut

+ Hyvinvointipalvelut

## Kustannusrakenne

5500 hlö (2020)



Materiaalit ja palvelut  
(38,9 %)



Työsuhde-etuuksista aiheutuvat kulut  
(42,1 % kustannuksista)

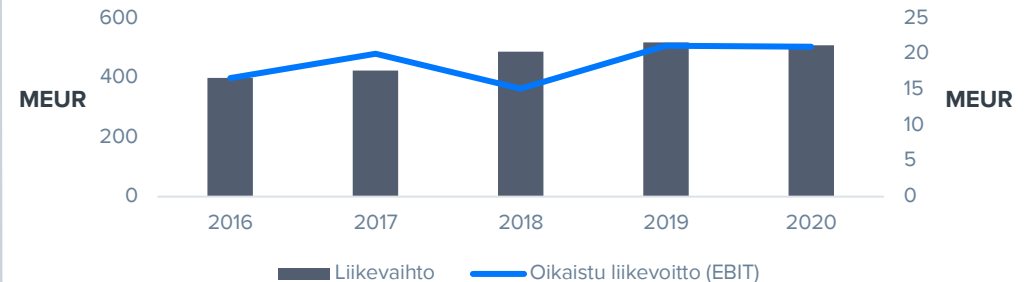


Liiketoiminnan muut kulut  
(9,1 %)



Poistot  
(6,7 %)

## Tulovirrat



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

## Terveydenhuoltomarkkinoiden jakautuminen

Yksityinen terveydenhuollonmarkkina koostuu yksityisesti tuotetusta perusterveydenhuollosta, suunterveydenhuollosta, erikoissairaanhoidosta sekä työterveyshuollosta. Tämän markkinan koko oli vuonna 2019 noin 3,7 mrd. euroa. Luku sisältää sekä yksityisesti että julkisesti rahoitetun yksityisen tuotannon. Vuosien 204-2019 välillä markkina on kasvanut 2,1 % vuodessa (CAGR), mikä on ollut BKT:n kasvua hieman nopeampaa.

On hyvä muistaa, että valtaosa Suomen terveydenhuollon markkinasta on kuitenkin edelleen julkisesti tuotettua (~75 % kokonaismarkkinasta) ja se huomioituna kokonaismarkkinan koko on noin 15 mrd. €. Pihlajalinnan osuus yksityisestä terveydenhuollon markkinasta on laskelmiemme mukaan noin 14 % ja koko terveydenhuollon markkinasta noin 3,5 %.

## Asiakassegmenteissä vaihtelevat markkinaosuudet

Pihlajalinnassa on markkinakakkonen yksityisten kunnille tuottamissa terveystalouksissa (700 MEUR) Mehiläisen jälkeen. Pihlajalinnan julkisten asiakkuuksien myynti noin 360 MEUR sisältää kokonaisulkoistusten myötä myös paljon sosiaalihuollon palveluita, joten tarkkaa markkinaosuutta ei voi sen perusteella laskea.

Yksityisesti tuotetulla työterveyden markkinalla (900 MEUR) yhtiön markkinaosuus on noussut loppuasiakkaiden määrällä (230 000) mitattuna noin 12 %:iin. Markkinaosuus on noussut vuoden 2015 jälkeen vauhdikkaasti, sillä Pihlajalinnan loppuasiakkaiden määrä on kasvanut vuoteen

2020 mennessä noin 150 000:lla, kun samaan aikaan yksityisten palveluiden piiriin on tullut noin 360 000 uutta työllistä. Työllisten määrän kasvu on johtunut siitä, että kunnat ja yritykset ovat myyneet omaa palveluntuotantoaan yksityisille toimijoille. Pihlajalinnassa on ollut näissä yritysostoissa hyvin aktiivinen.

Selvästi suurimman osuuden yksityisesti tuotetusta markkinasta (2,1 mrd €) muodostaa yksityisasiakkaiden markkina. Pihlajalinnan markkinaosuus on niissä selvästi muita asiakasryhmiä vaatimattomampi ollen laskelmiemme mukaan noin 6 %. Lukuun on päädytty huomioimalla yksityisasiakkaiden myynti sekä vakuutusyhtiöille suuntautuva myynti.

## Terveydenhuoltomarkkinoiden kasvun ajurit

Arvioimme, että lähivuosina yksityiset terveydenhuoltomarkkinat kasvavat lähellä viime vuosien vauhtia. Positiivisia ajureita ovat väestön ikääntyminen ja elintapasairauksien kasvu.

Yksityisen markkinan kasvuvauhtiin vaikuttaa myös sote-uudistuksen rakenne (sivu 19), ja nykyisen esityksen perusteella julkisesti rahoitetun yksityisen markkinan kasvunäkymät ovat etenkin isompien ulkoistusten osalta vaisut. Samalla koronakriisi on kuitenkin myös venyttänyt julkisen puolen jonoja ennätyspitkiksi, minkä voi olettaa tukevan yksityistä markkinaa.

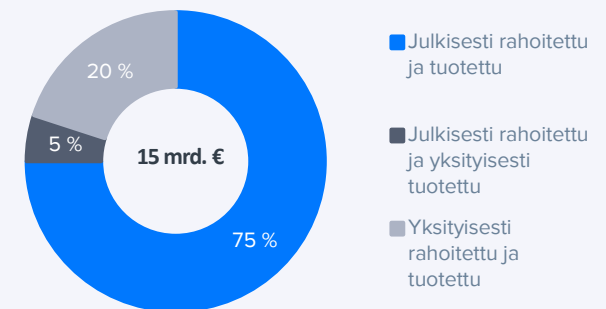
Yksityisen markkinan positiivisia ajureita ovat myös vapaaehtoisten sairausvakuutuksien kasvu, terveys- ja hyvinvointitietoisuuden lisääntyminen, ennaltaehkäisevän hoidon kasvava rooli ja terveysteknologian kehittyminen.

## Yksityinen terveydenhuollon markkina



Lähde: Terveystalo CMD sijoittajaesitys (9/2020)

## Terveydenhuollon kokonaismarkkinoiden jakautuminen (2019\*)



Lähde: Inderes arvio

# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

## Terveydenhuollon kokonaiskustannukset

THL:n julkistaa laajempaa dataa julkisen ja yksityisen terveydenhuollon menoista, jotka sisältävät myös mm. lääkkeitä, ja hoivan. Nämä terveydenhuollon käyttömenot ovat viime vuosina (2014-2019) kasvaneet myös noin 2 % vuodessa 22 miljardiin euroon. Käyttömenojen kasvun on viime vuosina johtunut pääosin kasvaneista erikoissairaanhoidon kustannuksista (2014-2019 3 % CAGR), jotka muodostavat kokonaismenoista valtaosan, yli 8 mrd. €.

Erityisen vahvasti kasvavia markkinan osa-alueita ovat viime vuosina olleet mielenterveyshoito (200 MEUR) ja fysioterapian palvelut (150 MEUR). Niiden kasvu on THL:n tilastojen mukaan ollut jopa 15 % ja 13 % (2014-2019 CAGR).

## Hoivamarkkinalla yksityisten rooli kasvanut

THL:n datan mukaan vuosien 2015-2018 välillä ikääntyneiden ja vammaisten pitkäaikaishoidon sekä kotihoidon kustannusten arvo on kasvanut hyvin maltillisesti 3,77 mrd. euroon (2015 3,71 mrd €). Samalla yksityisten osuus palveluntuotannosta on kasvanut selvästi noin 30 %:sta 35 %:iin. Yksityisten tuottamien kotihoidon palveluiden määrä on kasvanut vielä selvästi nopeammin.

Vuonna 2019 hoivapalveluiden kokonaismenot hyppäsivät jopa 6 %:lla. Tämä johtui käsityksemme mukaan hoivakohusta ja sitä seuranneesta hoitajamitoituksen kasvusta. Huomion arvoista on, että yksityiselle palveluntuotannolle maksetut korvaukset eivät kasvaneet kuin 1 %:lla, sillä isoimmat palveluntuottajat olivat pääsääntöisesti luvanneet

tehdä sovittujen sopimuskausien tuotannon kiinteään hintaan. Tämä on heijastunut lyhyellä tähtäimellä alan toimijoiden katteisiin hyvin negatiivisesti (esim. Attendo ja Esperio Care). Käsityksemme mukaan Pihlajalinnan kokonaisulkoistussopimuksissa on määritelty, että tilaaja vastaa viranomais määräyksistä johtuvista kustannustasojen korotuksista. Sen pitäisi siten kyetä vyöryttämään kustannuksia tilaajille, vaikkakin osa näistä rahoista on edelleen sitoutunut yhtiön saamisiin.

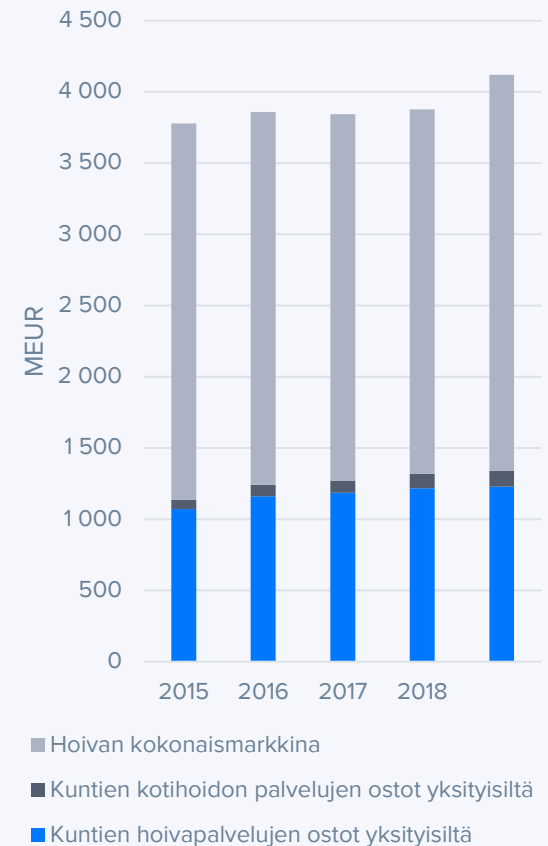
## Hoivamarkkina kiinnostava yhtiölle etenkin uusien konseptien kautta

Väestö ikääntyy Suomessa Euroopan nopeinta tahtia ja sen myötä hoivapalvelujen tarve kasvaa vahvasti tulevana vuosina. Myös yli 75-84 vuotiaiden sote-menot ovat 2,9-kertaiset väestön keskiarvoon verrattuna ja yli 85 vuotiailla 6,3 kertaiset. Yhtälö tekee markkinasta mielenkiintoisen Pihlajalinnan näkökulmasta.

Hoivaa pitäisi kyetä samaan aikaan tuottamaan sekä laadukkaasti että kustannustehokkaasti, mutta samalla hoitajista on huutava pula. Uusia ratkaisuja tarvitaan ja yksi sellaisen kehittäjistä on Nonna Group, johon Pihlajalinnan teki sijoituksen.

Nonna Group on palvelukehitysyhtiö, jonka keskiössä on elämäntapa- ja huolenpito ja ihmisläheisyys. Yhtiölle on valmistumassa lähivuosina useita asuinkorttelikonaisuuksia valtakunnallisesti. Yhteistyössä on tarkoitus hyödyntää Pihlajalinnan vastuulääkärimallilla tuotettuja terveyspalveluita. Pihlajalinnalla uskoo konseptin saavuttavan merkittävän markkinaosuuden.

Hoivapalveluiden markkina





# Sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkina

## Vakuutusyhtiöohjauksella merkittävä rooli

Vakuutusyhtiöiden merkitys hoidonmaksajina kasvaa jatkuvasti sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoilla. Tämä johtuu siitä, että suomalaisten yksityisten sairauskuluvakuutusten määrä on kasvanut viimeisen vuosikymmenen aikana selvästi. Etenkin aikuisten sairauskuluvakuutukset ovat yleistyneet sekä itsemaksettuina että yritysten maksamina (kts. sivupalkki). Vuonna 2020 sairauskuluvakuutus oli jo 1,25 miljoonalla suomalaisella.

Erityisesti leikkaustoiminnassa vakuutusyhtiöohjauksella on merkittävä rooli, kun vakuutusyhtiö ostaa terveystalvetyhtiöltä toimenpiteitä yleensä isommissa erissä ja ohjaa potilaitaan vahinkojen sattua hyväksymilleen palveluntuottajille.

Tietyt terveystalvetyhtiöt tuottavat lisäksi hoidontarpeen arviointia vakuutusyhtiökumppaneilleen. Pihlajalinnalla tuottaa hoitajapuhelinpalvelua Fennialle ja mm. Mehiläinen tuottaa vastaavaa palvelua Lähi-Tapiolalle. Toimintamalli mahdollistaa nopean hoitoon pääsyn ja hoitoketjun virtaviivaistamisen. Se mahdollistaa myös asiakkaille vakuutusasioiden hoidon ja hoitoon hakeutumisen samanaikaisesti.

Terveystalvetyhtiöiden tuottajat ohjaavat potilaita omiin lääkärikeskuksiinsa, mikäli niitä vain on paikkakunnalla saatavilla. Palvelun päämääränä on säästää potilaan hoidosta syntyviä kokonaiskustannuksia mm. nopeuttamalla toipumista, jolloin myös vakuutusyhtiön maksamat

työkyvyttömyyskorvaukset pienenevät.

## Pihlajalinnan vakuutusyhtiöyhteistyö tiivistynyt

Pihlajalinnan yritysasiakkaiden alle kuuluva vakuutusyhtiömyynti (23 % segmentin myynnistä) on kääntynyt jälleen hyvään kasvuun vaikeiden vuosien (2017-2018) jälkeen. Näinä vuosina vakuutusyhtiömyyntiin koitui selvää vastatuulta, kun, mm. Pihlajalinnan Lähi-Tapiolalle tuottama Terveystalvetyhtiö-puhelinpalvelu siirtyi Mehiläisen tuottamaksi.

Myös vuosina 2017-2018 OP rakensi omia sairaaloitaan suuriin kaupunkeihin ja alkoi ohjata asiakkaita omiin Pohjola Sairaaloihin Terveystalvetyhtiöpalvelunsa kautta. Vuonna 2019 Pohjola Sairaala kuitenkin karsi tarjoomansa keskittyen ortopediaan ja urheiluvammoihin, jolloin asiakasohjaus omiin palveluihin väheni.

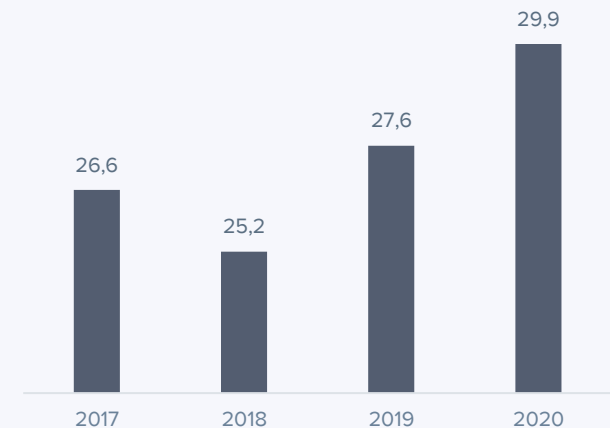
Viime vuosien Pihlajalinnan positiivisen vakuutusyhtiömyynnin kehityksen taustalla on ollut tiivistynyt yhteistyö Fennian kanssa. Toinen merkittävä seikka positiivisen kehityksen taustalla on ollut Pohjola vakuutuksen kanssa aloitettu yhteistyö keväällä 2019. Yhteistyö laajeni valtakunnalliselle tasolle syksyllä, kun Pohjola hyväksyi yhtiön yhdeksi palveluntuottajaksi monituottajamalliinsa. Yhteistyösopimus ei sisällä euromääräistä ostositoumusta, mutta Pihlajalinnan arvion mukaan sopimuksella on saavutettavissa 5-10 MEUR:n euron vuotuinen liikevaihto.

### Vakuutusmäärien kehitys Suomessa



■ Aikuisten vakuutukset (yritysten maksamat)  
■ Lasten vakuutukset  
■ Aikuisten vakuutukset (itse maksetut)

### Pihlajalinnan vakuutusyhtiömyynnin kehitys (MEUR)



# Suomen terveydenhuoltomarkkinoiden nykyinen rakenne

## Julkisesti rahoitetut terveyspalvelut



## Yksityisesti rahoitetut terveyspalvelut



# Sote-uudistus

## Uudistuksen tarve

Reilusti yli 10 vuotta valmisteltu Sote-uudistus on yksi suurimpia hankkeita, mitä Suomessa on koskaan yritetty tehdä. Uudistuksen tarve syntyy siitä, että väestö ikääntyy nopeasti ja vanhemmat ihmiset tarvitsevat enemmän palveluita. Ihmiset eivät tällä hetkellä saa yhdenvertaisesti sote-palveluita ja niiden tuottamiseen on syntynyt tehottomia toimintatapoja. Kunnat ovat vastuussa sote-palveluiden järjestämisestä asukkailleen ja niiden menoista yli puolet kuluu sote-menoihin. 2019 taloustietojen mukaan Suomen kunnista 3/4 teki negatiivisen tuloksen.

## Uudistuksen tavoitteet

Nykyisen hallituksen sote-uudistus tavoittelee aiempien esitysten mukaisesti julkisen puolen pitkien jonojen purkamista, hyvinvointierojen kaventamista, yhdenvertaisten palvelujen sekä työvoiman saatavuuden turvaamista. Uudistus tavoittelee myös kustannusten hillitsemistä, mutta aiemman Sipilän hallituksen sote-mallin tiukasta kustannusleikkurista on luovuttu. Myös valinnan vapaudesta, jossa asiakas olisi itse voinut valita nykyistä vapaammin palveluntuottajansa on nykyisessä sote-esityksessä luovuttu.

Sote-uudistuksen yhteyteen kaavailussa maakuntauudistuksessa on tarkoitus siirtää sote-palveluiden järjestämisvastuu noin 300 kunnalta 21 hyvinvointialueelle sekä Helsingille. Vastuun siirtämistä hyvinvointialueille perustellaan sillä, että suurilla maakunnilla olisi taloudellisesti parempi kantokyky. Mallissa on myös viisi yhteistoimintaluetta erityistason palveluita varten.

Nykyisen sote-mallin johtavana ajatuksena on säilyttää päävastuu palveluiden tuottamisesta tiukasti julkisilla toimijoilla. Yksityiset toimijat nähdään julkista täydentävinä palveluntuottajina.

Myös uudessa sote-mallissa hyvinvointialueet voivat hankkia yksityisiltä palveluntuottajilta kaikkia niitä ostopalveluita, joita ei ole erikseen laissa kielletty. Isompien uusien ulkoistushankkeiden toteuttaminen käsityksemme mukaan kuitenkin vaikeutuu selvästi, sillä hyvinvointialueen järjestämisvastuun (riittävästi omaa palvelutuotantoa) pitää toteutua. Muodostettavilla hyvinvointialueilla oli perustusvaliokuntaan menneen esityksen perusteella myös mahdollisuus irtisanoa sellaiset nykyiset ulkoistussopimukset, joissa järjestämisvastuu ei toteudu hyvinvointialueen kokonaisarvion perusteella. Sopimusten irtisanomisaika oli asetettu vuoden 2025 loppuun. Perustusvaliokunta hyväksyi sote-esityksen tuoreessa lausunnossaan, mutta ulkoistussopimusten mitättömyyttä pitää sen mukaan vielä täsmentää ja kynnyistä nostaa, mutta tarkempaa linjausta ei toistaiseksi saatu. Käsityksemme mukaan yksittäisten kuntien nykyiset kokonaisulkoistukset voivat uudessakin sotemallissa olla edelleen mahdollisia, jos maakunnat katsovat niiden olevan tarkoituksenmukaisia ja ne eivät ole liian suuria koko maakunnan mittakaavassa.

## Aikatauluun ja sisältöön liittyä epävarmuutta

Sote-uudistuksen muoto ja aikataulu ovat aiemmilla hallituskausilla venyneet. Kuntien taloustilanne on samaan aikaan muuttunut entistä

heikommaksi ja uudistukselle on jatkuvasti suurempi tarve. Nykyisen hallituksen sote-uudistus on tähän mennessä edennyt vauhdilla huolimatta yksityisten palveluntuottajien sekä ulkoistuksia tilanneiden kuntien vastustuksesta. Prosessin tavoitteena on, että lait tulisivat voimaan loppuvuodesta 2021. Jos paketti hyväksytään eduskunnassa, hyvinvointialueiden valtuustot aloittaisivat aikaisintaan maaliskuussa 2022 ja hyvinvointialueet aloittaisivat 2023 alussa.

## Poliittinen epävarmuus kasvattaa toimialariskiä

Pihlajalinnan ja muiden toimialan yhtiöiden kasvunäkymät ovat osittain linkitetty siihen, mikä yksityisten palveluntuottajien rooli tulee jatkossa olemaan ja kuinka laajasti ne otetaan mukaan osaksi uudistunutta sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinaa. Tämä on yksi suurimmista toimialaan liittyvistä riskeistä, sillä epävarmat näkymät vaikeuttavat yhtiöiden omien suunnitelmien laatimista ja nostavat riskiprofilia pääomamarkkinoilla. Lähes puolet Pihlajalinnan liikevaihdosta tulee ulkoistussopimuksista ja se on siten pääkilpailijoitaan selvästi riippuvaisempi sotemallin sisällöstä.

Yhtiöllä on vahvat näytöt sote-palveluiden tehokkaasta järjestämisestä ja samanaikaisesta asiakastyytyväisyyden noususta ulkoistuksissaan. Arvioimme todennäköiseksi, että myös tulevat hyvinvointialueet haluavat hyödyntää palveluntuotannossaan Pihlajalinnan toimintamalleja etenkin kasvukeskusten ulkopuolella. Näillä alueilla palvelujen järjestäminen on lähtökohtaisesti haastavaa.

# Kilpailuympäristö

## Yleiskatsaus kilpailuympäristöön

Pihlajalinna kilpailee Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinoiden asiakkaista niin muiden yksityisten palvelutuottajien kuin julkisen sektorin ja kolmannen sektorin kanssa (yhdistykset, osuuskunnat ja säätiöt).

Suomen suurin toimija oli 2020 liikevaihdolla mitattuna Mehiläinen: 1162 MEUR (+9 %). Mehiläinen toimii laajalla palveluvalikoimalla terveydenhuollon (67 % liikevaihdosta) lisäksi myös vanhusten-, vammaisten-, mielenterveys- ja päihdehoidon puolella. Mehiläinen on Terveystalon ohella toinen hyvin kannattava toimija Suomen terveydenhuollon markkinalla ja sen oikaistu 2020 EBITA oli 11,5 %. Viime vuonna, sillä oli työterveyshuollettavia 500 000.

Terveystalo oli vuoden 2020 luvuilla mitattuna Suomen 2. suurin toimija 986 MEUR:n liikevaihdolla (-4 %). Yksityishenkilöiden ja yritysasiakkaiden alueilla (työterveyshuollettavia 700 000) se on kuitenkin selkeä markkinajohtaja. Terveystalon oikaistu EBITA oli vuonna 2020 10,5 % (vrt. Pihlajalinna 5,4 %).

## Konsolidaatio on voimakasta ja jatkuu

Suomen sosiaali- ja terveydenhuoltomarkkinat ovat 2000-luvulla keskittyneet yleisen rakennemuutoksen ja yritysostojen seurauksena. Terveystalo, Mehiläinen ja Pihlajalinna ovat konsolidaation seurauksena toimijat, joilla on tarjota (lähes) koko maan ja laajan palvelutarjonnan kattava toimipisteverkosto. Suuret yhtiöt hyötyvät mittakaavaeduista esim.

laajemman maantieteellisen verkoston tuomana kilpailuetuna, kehittäessään digitaalisia työkaluja, henkilöstöhallintoa, laatua ja brändiä. Mittakaavaedut edesauttavat myös keskitettyjen toimintojen kustannustehokkuutta.

Pihlajalinna on kasvattanut verkostoaan viime vuosina, mutta on vielä kahta isointa kilpailijaa jäljessä. Pihlajalinna kohtaa kilpailua myös alueellisesti vahvoilta toimijoilta (mm. Aava pääkaupunkiseudulla) tai leikkaustoimintaan keskittyvältä Pohjola Sairaалalta (sairaalat 5 suuressa kaupungissa).

Myös erikoistuneet toimija luovat kilpailu-uhkaa etenkin suunterveydessä ja hyvinvointipalveluissa. Vaikka erikoistuneet toimijat eivät kykene tarjoamaan integroitua hoitoketjua asiakkaille, pitää erikoistuminen niiden brändin ja tarjoaman kuluttajlle selkeänä. Niiden on mahdollista saada mittakaava- ja tehokkuushyötyjä keskittymällä tiukasti ydinosaamiseensa.

Suunterveyden puolella vahvoja erikoistuneita toimijoita ovat Colosseum Dental Group (Oral ja Onni) sekä PlusTerveys. Hoivassa niitä ovat Attendo ja Espero Care. Fysioterapian osalta vahva toimija on Fysios, joka on ollut viime vuodet hyvin aggressiivinen yritysotoissa.

Alalla on edelleen runsaasti pieniä alueellisia toimijoita tarjolla ostokohteiksi. Tällä hetkellä näyttää siltä, että ainoastaan Terveystalo, Mehiläinen sekä Pihlajalinna ovat liian isoja suupaloja muille, mutta kaikki muut toimijat ovat periaatteessa potentiaalisia ostokohteita.



vs.

Terveystalo



- Pääkilpailijoita heikompi kannattavuus
- Toimipisteverkko ei yhtä kattava
- Digi-investointeihin ei varaa käyttää yhtä isoja summia
- Yritysostokohteiden integrointikyky ja siten niistä saadut synergiat olleet pääkilpailijoita heikommalla historiallisesti

# Keskeiset kilpailuedut

## Kyky palvelutuotantomallien innovatiivisuuteen

Pihlajalinnan on jatkuvasti historiassaan onnistunut kehittämään palvelukonsepteja, joiden avulla palveluiden asiakaslähtöisyyttä, vaikuttavuutta, saatavuutta ja tehokkuutta on saatu parannettua.

Tämä on yhtiön ehkä tunnistettavin kilpailuetu, mutta toimintamallit ovat samalla helposti kopioitavissa. Keihäänkärkenä palvelutuotannon innovatiivisuudessa oli pitkään kokonaisulkoistuksissa kuntien kanssa kehitetty Yhteisyritysmalli. Malli mahdollistaa palvelutuotannon läpinäkyvyyden ja myös riskien ja tuottojen jakamisen kuntien kanssa. Nykyisen ulkoistuksia ja investointeja rajoittavan väliaikaislain (548/2016) myötä niiden merkitys on kasvuajureina pienentynyt selvästi. Muita esimerkkejä onnistuneista konsepteista ovat vastuulääkärimalli (s. 9) sekä vakuutusyhtiöille kehitetty hoitajapuhelinpalvelu (s. 17). Terveysasemaulkoistuksissa käytössä on hoitajalääkäriyöparimallia, jonka avulla hoitoon pääsyn tarpeen arviointi nopeutuu ja palvelu tehostuu.

## Alueellisesti vahva markkina-asema sekä brändi

Pihlajalinna on onnistunut rakentamaan vahvan markkina-aseman Pirkanmaalla, Keski-Suomessa, Etelä-Pohjanmaalla, pk-seudulla. Myös hiljattain toteutetun Työterveys Virran hankinnan myötä myös sen asema Oulun seudulla (markkinaosuus työterveydessä 6 %:sta noin 30 %:iin) alkaa olla vahva.

Edellä mainituilla alueilla myös yhtiön asema sekä

brändi ovat vahvoja sekä asiakkaiden, työntekijöiden että kumppanien suuntaan. Tämä on keskeistä, sillä vahva asema varmistaa hyvän asiakasvirran, mistä syystä myös ammatillaiset tekevät mielellään töitä yhtiössä.

Kääntäen Pihlajalinnalla on arviomme mukaan vielä asiakasvirtojen ja käyttöasteiden osalta kehitettävää muilla maantieteellisillä alueilla, joissa sen brändi ei ole vielä yhtä vahva tai integroitu hoitoketju ei ole vielä yhtä kattava. Uusilla alueilla toimipisteet ovat vasta ylösajovaiheessa ja niiden kannattavuus on selvästi matalampi. Tämä on yksi selkein syy, miksi pääkilpailijat, joiden verkosto on valmis tekevät parempaa kannattavuutta.

Viime vuosina kiihdytetty maantieteellinen laajentuminen on tukenut Pihlajalinnan asemaa yritysasiakkaiden parissa. Isot yritykset ja vakuutusyhtiöt arvostavat hoitoon pääsyä laajalti eri puolilla Suomea ja siksi laajentamista voi pitää perusteltuna valintana, vaikka se onkin kallista.

## Digipalvelut verrattaessa pienempiin toimijoihin sekä julkiseen sektoriin

Yhtiö on jo pitkään kehittänyt digipalveluitaan ja jo nykyisellään ne vastaavat hyvin asiakkaiden tarpeisiin oikein kohdennetuissa kanavissa. Yhtiön digipalvelut tuovat kilpailuetua etenkin pienempiin toimijoihin ja hidasliikkeisen julkiseen sektoriin nähden. Suuremman kokonsa ja vahvemman kassavirran myötä Mehiläisellä ja Terveystalolla on kuitenkin vielä Pihlajalinnaa selvästi isommat resurssit investoida digialustan kehitykseen.



## Pihlajalinna

- Alueellisesti vahva brändi ja markkina-asema myös verrattuna pääkilpailijoihin
- Innovatiiviset palvelumallit
- Digipalvelut kilpailuetuna etenkin pieniin toimijoihin ja julkisen sektorin verrattuna
- Asiakastyytyväisyydet vahvat kuten muillakin päätoimijoilla (Terveystalo ja Mehiläinen)

# Suurimpia sote-toimijoita ja erikoistuneita kilpailijoita, 2019 liikevaihto (MEUR)



**Cor Group Oy** sisältää myös Coronarian ostaman Silmäaseman pro forma liikevaihdon (2019: 131 MEUR).

**Aho Group Oy** Suurin osa liikevaihdosta liittyy Aavaan ja lastenlääkäripalveluita tarjoavaan Pikkujättiin, mutta sisältää käsityksemme mukaan hieman myös muiden omistusten liikevaihtoa

Lähde: Inderes, Talouselämän Terveystalous 2019 -selvitys

# Taloudellinen kehitys

## Liikevaihdon kasvu ollut voimakasta

Pihlajalinnan liikevaihto on noussut pidemmän ajan tarkastelussa todella vahvasti ja liikevaihto on vuodesta 2012 yli kymmenkertaistunut 508 MEUR:oon (2020). Tämä tarkoittaa noin 30 %:n vuotuista kasvuvauhtia (CAGR).

Yritysostoilla hankittu liikevaihto on muodostanut kasvusta aikavälillä merkittävän osan (noin 180 MEUR). Liikevaihdolla mitattuna merkittävimmät ostokohteet ovat olleet Forever 2018 (18 MEUR), Doctagon 2018 (17 MEUR), Tampereen Lääkärikeskus 2015 (15 MEUR), Laser Tilkka (10 MEUR) sekä Dextra Oy joulukuussa 2012 (28 MEUR). Yhtiö on myös hankkinut useita pienempiä kohteita. Kohteet ovat tyypillisesti olleet yksityisiä lääkärikeskuksia, suunterveyden klinikoita tai hoiva-alan yrityksiä.

Toinen merkittävä kasvun lähde on ollut kuntien sote-palveluiden ulkoistusliiketoiminta. Vuosien 2012-2018 välillä perustettujen kuntaulkoistuksista vastaavien yhteisyritysten nykyinen liikevaihto on ollut yhteenlaskettuna noin 235 MEUR. Kokonaisulkoistusmarkkinaa kohdistuvien rajoituslakien myötä Pihlajalinnan orgaaninen kasvu on hidastunut selvästi viime vuosina. Vuosien 2017-2020 välillä se on ollut vain lievästi positiivista (n. 1 %) ja arviomme mukaan lähellä markkinan kasvua.

## Kannattavuus jäänyt tavoitteista

Pihlajalinnan liikevoittomarginaali on laskenut vuoden 2012 7,4 %:sta vuoden 2020 4,1%:iin. Yhtiö on jäänyt vielä kauaksi pitkän aikavälin tavoitteesta (EBIT 7 % liikevaihdosta). Toistensa

peilikuvina kehittyneiden yksityisen verkoston sekä ulkoistustoiminnan kannattavuuskehityksiä on käsitelty tarkemmin seuraavilla sivuilla.

## Vähemmistön rooli pienentynyt selvästi

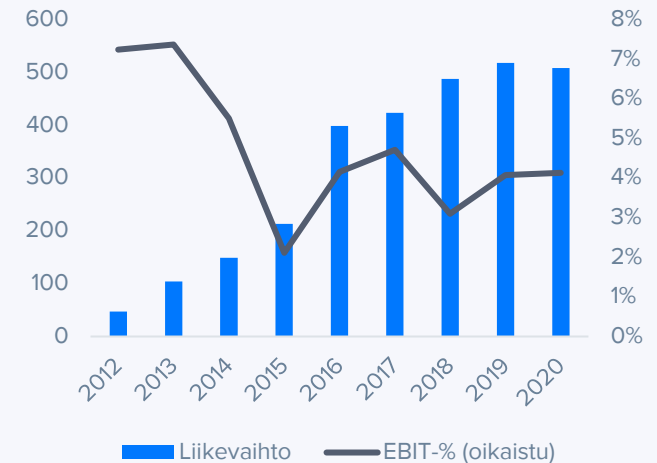
Kokonaisulkoistusten ominaispiirteenä on se, että Pihlajalinnassa ja kunta omistavat ne yhdessä. Pihlajalinnan omistus yhteisyrityksistä oli alun perin 51 % ja kunnan omistus 49 %. Vähemmistölle kuuluvalla osuudella tilikauden tuloksesta on ollut historiassa iso vaikutus osakekohtaisen tuloksen kehitykseen. Selvin ero oikaistujen liikevoiton ja Pihlajalinnan omistajille kuuluvan osakekohtaisen tuloksen välillä nähtiin vuonna 2018. Silloin noin puolet tilikauden tuloksesta valui vähemmistöille, kun ulkoistukset tekivät koko konsernin liikevoiton.

Viime vuosien aikana Pihlajalinnassa on kasvattanut omistusosuuksiaan selvästi ja nykyisin yhtiö omistaa Kolmostien terveydestä 96 %, Mäntänvuoren terveydestä 91 % Jokilaakson Terveydestä 90 %, Kuusiolinnan terveydestä 90 %, sekä Jämsän Terveydestä 51 %. Tämä on itsessään pienentänyt vähemmistöjen roolia selvästi.

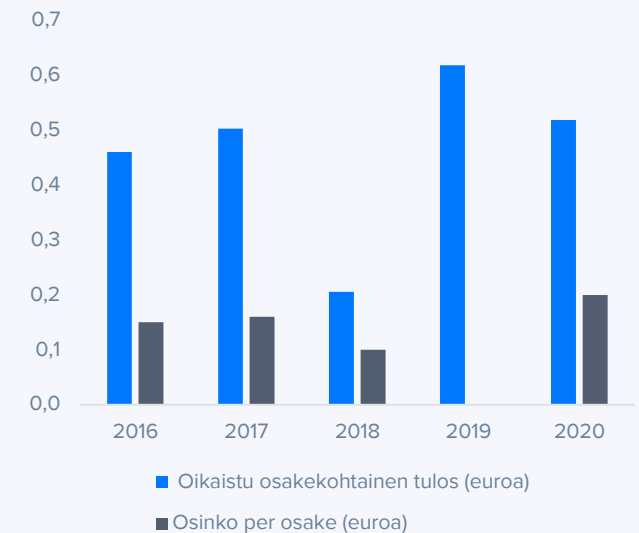
## Osinkohistoria vielä vaatimaton

Yhtiö on kasvuyhtiölle tyypillisesti käyttänyt suuren osan tulorahoituksestaan yritysostoihin ja kasvuinvestointeihin. Vuodesta 2018 alkaen virallista osinkotavoitetta ei ole kerrottu (aik. vähintään 1/3 tilikauden tuloksesta), mutta osingonjakosuhte on pysytellyt noin 30-50 %:n välillä oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta. Vuoden 2019 tuloksesta osinkoa ei maksettu, sillä Mehiläisen ostotarjous oli silloin vielä käynnissä.

## Kasvun ja kannattavuuden kehitys



## EPS (oik.) ja osinko



Lähde: Inderes, Pihlajalinnassa

# Taloudellinen kehitys

## Segmenttirakenne vaihtunut tiuhaan

Pihlajalinna jakoi vuoteen 2017 asti toimintonsa Lääkärikeskukset ja erikoissairaanhoito (L&E) sekä Perusterveyden ja sosiaalihuollon palvelut (P&S) – segmentteihin. 2018 alussa tästä jaosta luovuttiin.

Vuoden 2020 lopussa Pihlajalinna alkoi raportoida uudistetuissa segmenteissä liikevaihtoaan ja liikevoittoaan ja vertailuluvut annettiin myös vuodelle 2019. Uusi jaottelu oli konserni ilman kokonaisulkoistuksia ja kokonaisulkoistukset. Uusi segmenttijako ei täysin vastaa aiempaa jaottelua (L&E ja P&S). Selkein ero uusien segmenttien välillä verrattuna aiempaan on se, että kokonaisulkoistus-segmenttiin kuuluu myös Jokilaakson sairaalan ulkoistus, kun se aiemmin kuului L&E-segmenttiin. Myös kokonaisulkoistusten ESH-osuus kuului L&E-segmenttiin. Tästäkin huolimatta sekä aiempi että nykyinen segmenttijaottelu antavat kohtuullisen hyvän kuvan yksityisen ja julkisen toimipisteverkoston kannattavuuksien kehityksestä.

## Ulkoistusten kannattavuus kääntynyt laskuun

P&S-segmentin kannattavuus kehittyi vuosina 2015-2018 erittäin vahvasti. Arviomme mukaan yhtiö kykeni tehostamaan toimintaansa asteittain ja toimintamallien jatkuva parantaminen nosti segmentin kannattavuuden erittäin hyvälle tasolle.

Vuosina 2019-2020 kiinteästi hinnoiteltujen kokonaisulkoistusten selvää tulosheikennystä selittävät kolme tekijää. Ensin hoivakohusta seuranneet viranomaismääräykset nostivat hoitajamitoitusta per asiakas 0,7 :ään (aik. 0,5).

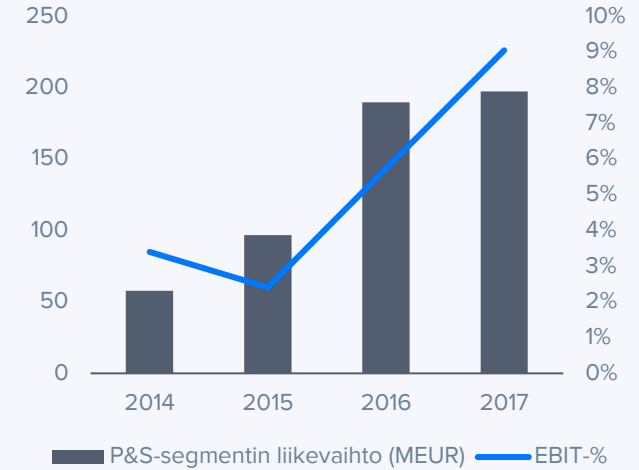
Yhtiön mukaan sen ulkoistusopimuksissa on sovittu, että viranomaismääräyksistä johtuvat kustannustasojen nousut pitäisi kuulua tilaajan maksettaviksi. Käsitksemme mukaan kaikkia kuluja ei olla saatu toistaiseksi perittyä tilaajilta.

Myös etenkin Pirkanmaan sairaanhoitopiirin tekemät isot investoinnit (2019-2020) ovat olleet syynä ulkoistusten kannattavuuden laskuun. Sairaanhoitopiiri laskuttaa noin 50 % tekemistään investoinneista alueen kunnilta muun erikoissairaanhoidon laskutuksen mukana. Yhtiön mielestä investointien laskutus pitäisi olla paremmin linjassa ulkoistussopimusten pituuden kanssa.

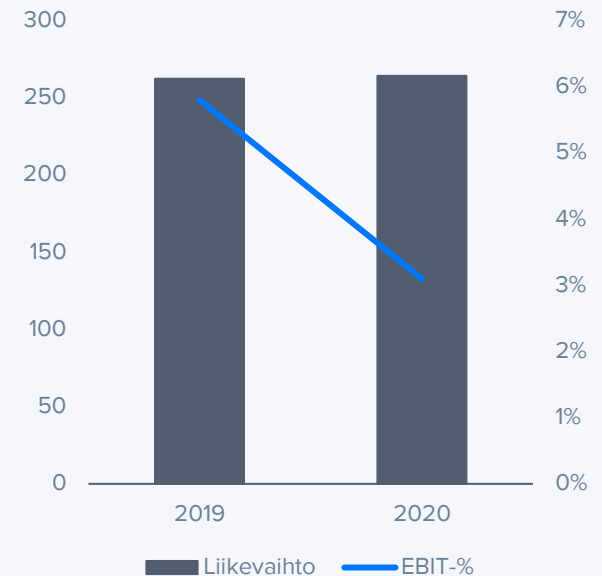
Myös koronapandemiaan liittyvät ylimääräiset kustannukset ovat painaneet kuntaulkoisten kannattavuutta edelleen. Sopimusten pandemiapykälien perusteella niiden pitäisi kuulua yhtiön mukaan myös tilaajien maksettaviksi. Edellä mainituista eristä voi tulla vielä palautuksia 2021 aikana, kun sairaanhoitopiirien tilinpäätöksen valmistuvat ja kulueriin saadaan parempi näkyvyys. Kokonaisuutena edelliset kolme tekijää ovat johtaneet myyntisaamisten selvään kasvuun, vaikka yhtiö on ollut myös varovainen niiden tulouttamisessa (s. 27).

Kokonaisulkoistuksiin lasketaan mukaan myös Jokilaakson sairaala. Sen käyttöasteet ovat kehittyneet positiivisesti viime vuosina, mikä on tukenut sen kannattavuutta. Asiakasmäärien kehitystä on nostanut omalta osaltaan erikoissairaanhoidon valinnan vapauden hyödyntämisen lisääntyminen.

Vanhan P&S-segmentin kehitys



Kokonaisulkoistukset





# Taloudellinen kehitys

## Yksityisessä verkostossa tehty tuloskäännö

Yksityisen verkoston kannattavuus oli vuosien 2014-2017 välillä selvällä laskutrendillä. Vuonna 2018 segmentin liikevoitto saavutti pohjanoteerauksen, kun se painui yhtiön kommenttien mukaan jopa lievästi tappiolliseksi.

Yksityisen puolen heikon kehityksen taustalla vaikutti etenkin kilpailun kiristyminen asiakkaista sekä lääkäreistä. Tämä puolestaan oli seurausta nopeasti kasvaneesta lääkärikeskuskapasiteetista. Etenkin vuoden 2018 aikana isommissa kaupungeissa (pk-seutua lukuun ottamatta) avattiin kilpailijoiden (mm. Mehiläinen, Pohjola Sairaala) toimesta uusia merkittäviä yksiköitä.

Myös Pihlajalinnan toimipisteiden määrä kasvoi voimakkaasti vuonna 2018, kun se avasi uudet isot lääkärikeskus- ja leikkausyksiköt mm. Ouluun, Turkuun ja Seinäjoelle. Yhtiön kysyntä ei kuitenkaan kasvanut samassa tahdissa. Samalla vakuutusyhtiöiden asiakasohjauksen heikentyminen (s. 17) näkyi erityisesti Pihlajalinnan leikkaustoiminnan kysynnän laskuna. Myös brändiuudistus, hallinnon yt-neuvottelut sekä panostukset digitalisaatioon painoivat kannattavuutta lyhyellä tähtäimellä.

Vuonna 2019 yhtiö julkaisi merkittävän kustannussäästöohjelman (17 MEUR). Sen järeillä toimenpiteillä toimipaikkakohtaista kannattavuutta pyrittiin parantamaan sulkemalla tappiollisia yksiköitä ja toteuttamalla organisaatiouudistus. Ohjelma vaikuttaa onnistuneen erittäin hyvin ja sen keskeisenä saavutuksena on ollut, että henkilöstön

työaikaa on voitu kohdentaa enemmän palveluntuotantoon hallinnollisesta työstä.

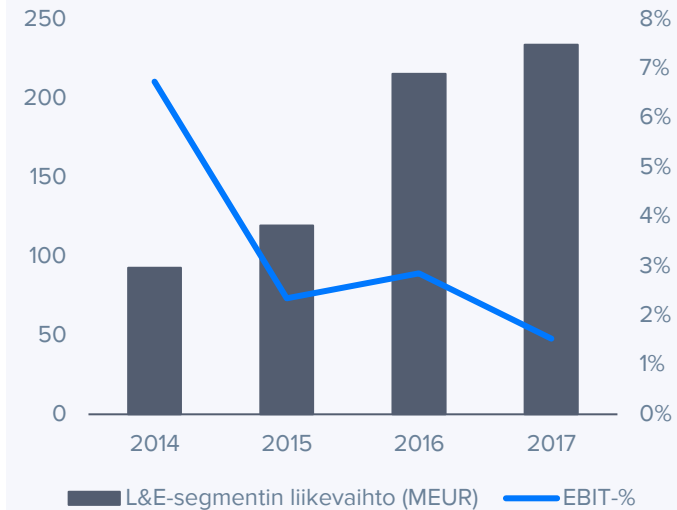
## Asiakasmäärät ovat myös kasvaneet

Myös asiakasmäärien kasvun myötä toimipaikkojen käyttöasteet ovat parantuneet, mikä on tukenut niiden kannattavuutta. Positiivisen kehityksen taustalla ovat olleet etenkin kasvaneet työterveyden loppuasiakasmäärät ja sekä vakuutusyhtiökumppanuuksien tiivistyminen. Kokonaisuutena Pihlajalinnan yritysasiakkaiden liikevaihto on kasvanut vuoden 2017 82,6 MEUR:sta vuoden 2020 127,5 MEUR:oon (CAGR 15 %).

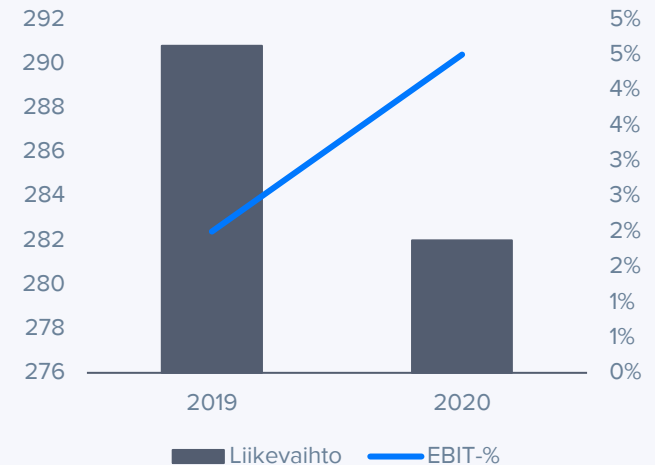
Uusia työterveysasiakkaita on saatu etenkin yritysostojen myötä sekä kilpailijoita aggressiivisemmalla hinnoittelulla ja palveluiden ketterällä räätälöinnillä asiakkaan tarpeisiin.

Pihlajalinnan vuosien 2019-2020 positiivisen vakuutusyhtiömyynnin kehityksen taustalla on puolestaan ollut tiivistynyt yhteistyö Fennian kanssa. Sen puitteissa yhtiö tuottaa Fennialle hoitajapuhelinpalvelua, jonka kautta potilas ohjataan oikeaan hoitoon viiveettä. Vuoden 2021 CMD:llä pidetyn esityksen perusteella Fennia vaikutti olevan myös erittäin tyytyväinen palveluun, mikä tukee kasvunäkymää myös tulevaisuudessa. Toinen merkittävä seikka vakuutusyhtiömyynnin positiivisen kehityksen taustalla on ollut Pohjola vakuutuksen kanssa aloitettu yhteistyö keväällä 2019.

## Vanhan L&E-segmentin kehitys



## Konserni ilman kokonaisulkoistuksia



# Taloudellinen kehitys

## Laajentuminen pääoman allokoinnin keskiössä

Pihlajalinnan vuotuiset bruttoinvestoinnit ovat olleet vuoteen 2019 asti selvästi yli poistojen kertoen voimakkaasta kasvufokuksesta. Vuoden 2020 aikana investoinnit olivat poikkeuksellisen matalat, sillä yhtiöstä oli käynnissä lähes koko vuoden Mehiläisen ostotarjous, jolloin verkoston laajentamiseen ei investoitu.

Investointien mix (uudet yksiköt, yritysostot) on vaihdellut kulloinkin voimassa olevista strategisista painotuksista sekä yrityskauppamarkkinan hintataseista riippuen. Käyttöomaisuusinvestoinnit, joita tarvitaan toiminnan pyörittämiseen ovat olleet vakaampia. Kokonaisuutena bruttoinvestointien merkittävin erä ovat olleet yritysostot. Huippuvuosi Pihlajalinna investoinneissa nähtiin vuonna 2018, kun yritysostoja tehtiin 79 MEUR:lla (Doctagon, Forever, Kymijoen Työterveys jne.) Valtaosa yhtiön investoinneissa kohdistuu yksityiseen verkostoon johtuen siitä, että ulkoistuksia voittaessaan yhtiö siirtyy yleensä käyttämään kunnan tiloja ja laitteita.

Yhtiö ei erittele investointejaan aineellisiin ja aineettomiin hyödykkeisiin. Investoinnit aineettomiin hyödykkeisiin (sis. digi-investoinnit) ovat poistojen perusteella (3,4 MEUR) kuitenkin selvästi pienemmät kuin pääkilpailijoilla (vrt. Terveystalo 18 MEUR/v).

Yhtiön poistot olivat 2020 kokonaisuudessaan 34 MEUR, joista aineettomien hyödykkeiden poistot olivat 6,5 MEUR ja joista yritysostojen hankintamenojen allokointeihin liittyvät poistot (PPA-poistot) olivat 3,1 MEUR. Aineellisten hyödykkeiden poistot olivat 8,8 MEUR. Loput

poistot ovat käyttöoikeusomaisuuseristä tehtyjä poistoja (18,9 MEUR) liittyen IFRS 16- standardiin.

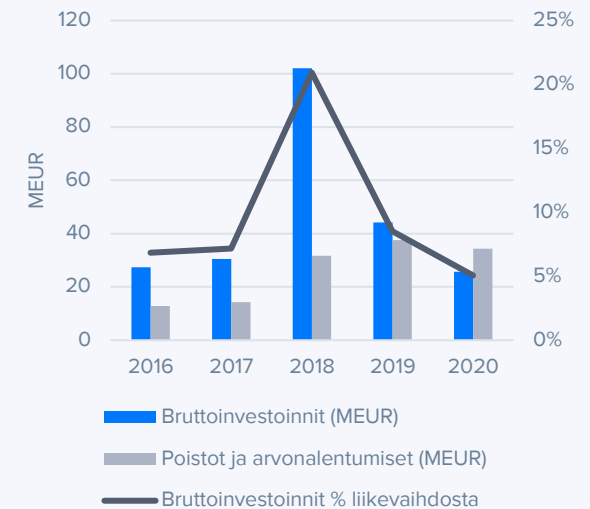
Bruttoinvestointien vuotuinen määrä on näkynyt kannattavuuskehityksen ohella vahvasti myös yhtiön raportoimassa investointien jälkeisessä rahavirran kehityksessä. Tätä rahavirtaa voidaan kanavoida osingonmaksuun tai velkojen lyhennykseen, kunhan rahoituksen rahavirran jatkuvat erät eli vuokrasopimusvelkojen maksut (n. 20 MEUR) ja velkojen korot (n. 4 MEUR) on siitä vähennetty. Vuoden 2020 aikana jäljelle jäävää rahavirtaa allokoitiin poikkeuksellisesti kuntaulkoistusten vähemmistöosuksien lunastamiseen, johon käytettiin 18 MEUR.

## Taseen varoissa runsaasti liikearvoa

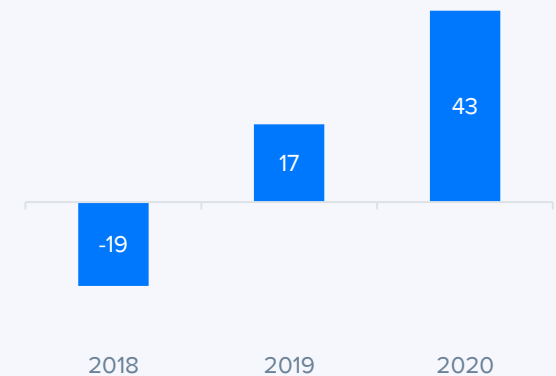
Vuoden 2020 lopun taseen loppusumma oli 442 MEUR. Aineellisia käyttöomaisuushyödykkeitä tästä oli 147 MEUR, joista käyttöomaisuuseriä oli 102 MEUR.

Yritysostostoina tehdyt investoinnit ovat kerryttäneet taseeseen merkittävästi liikearvoa (173 MEUR). Tämä on ymmärrettävää, sillä tyypillisesti asiantuntijaliiketoiminnassa yrityskaupoilla ostetaan osaamista ja alueellista markkinaosuutta, joka ei näy ostokohteen taseessa. Se osa ”ylihinnasta” jota ei voida kohdistaa ostokohteen tavaramerkeille ja asiakassuhteille (PPA) jää liikearvoon. Muita aineettomia hyödykkeitä taseessa oli 16 MEUR. Loput taseen varoista liittyvät pääosin myyntisaamiin (76 MEUR) (kts. seuraava sivu) ja rahavaroihin (13 MEUR).

## Investoinnit ja poistot



## Rahavirta investointien jälkeen (MEUR)



# Taloudellinen kehitys

## Velankantokyky riippuvainen kannattavuudesta

Pihlajalinnan pitkän aikavälin taloudellinen tavoite on pitää nettovelka/oikaistu käyttökate (EBITDA) -suhdeluku alle 3x tasolla. Tavoite annettiin jo vuonna 2015, mikä oli ennen vuoden 2019 alussa voimaan tulleita IFRS 16-muutoksia. Tavoitetta ei tästä huolimatta koskaan päivitetty, vaikka IFRS 16:lla on merkittävä vaikutus tunnuslukuun. 2020 lopun nettovelan ja edeltävän 12kk käyttökateen suhde 3,6x vastaa noin 2,8x tasoa ilman IFRS 16 muutoksia.

Lainapankkien kanssa kovenanttien laskentaa on jatkettu ilman IFRS 16-vaikutusta (vaatimus alle 3,75x) ja tästä näkökulmasta katsottua suhdeluku on laskenut selvästi alle tavoitteiden. Myös verrattuna Mehiläiseen (suhdeluku noin 8x) on Pihlajalinnan suhdeluku edelleen maltillinen. Mielestämme yhtiön tulee edelleen käyttää velkavipua maksimoidakseen omistaja-arvoa. Yhtiö saa suhteellisen halpaa rahaa pankeilta, sillä se toimii defensiivisillä terveydenhuollon markkinoilla.

Yhtiön tavoitteleman kannattavuusparannuksen jatkumisen näemme silti kriittisenä, jotta sen velankantokyky uusien investointeja ajatellen säilyy vahvana. Myös Työterveys Virta oy:n osto 1.4.2021 on heikentänyt nettovelka/EBITDA suhdelukua väliaikaisesti, kun nettovelat kasvavat heti ja tulos paranee vasta eteenpäin mentäessä. Kauppahinta 17,6 MEUR oli Pihlajalinnan kokoluokassa merkittävä ja näemme tärkeäksi, että kaupalle asetetut synergiatavoitteet toteutuvat

suunnitellusti, jotta myös käyttökate vahvistuu.

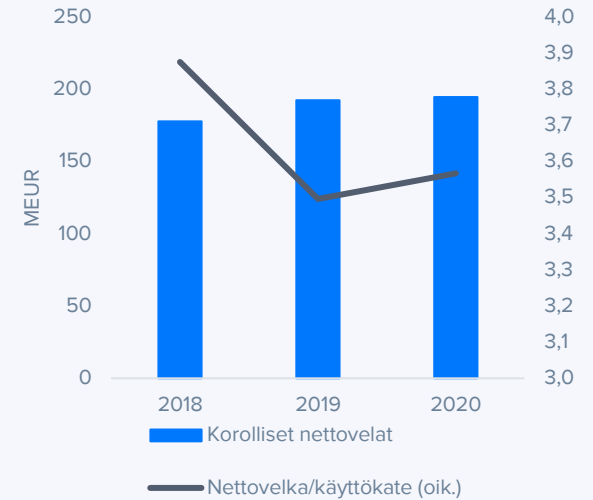
## Käyttöpääoma negatiivinen

Pihlajalinnan käyttöpääoma on negatiivinen (2020 -5,9 %:ia liikevaihdosta) ja yhtiö kykenee rahoittamaan osan kasvustaan korottomien ostovelkojen avulla. Tämä johtuu siitä, että yhtiön liiketoiminta ei tarvitse juurikaan varastoja ja myöskään myyntisaamisia ei kerry taseeseen normaalisti merkittävästi. Yksityisasiakkaat maksavat laskunsa tyypillisesti jo vastaanotolla, mutta yritys ja kunta-asiakkailta on pidemmät maksuajat.

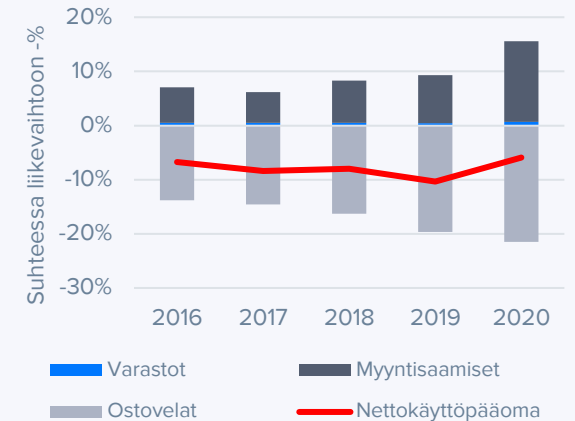
Vuonna 2020 sekä myyntisaamiset että ostovelat kokivat selvän hyppäyksen. Saamisten nousu liittyy ulkoistusten palveluntuotannon kohonneisiin kustannuksiin (sivu 24). Pihlajalinnan mukaan pääosa kustannuksista kuuluisi sopimusten perusteella tilaajan maksettavaksi, mutta taseen yli 90 päivää erääntyneiden myyntisaamisten perusteella (2020: 28 MEUR) maksuihin liittyy selvää erimielisyyttä. Pihlajalinnalla on vastaavasti jättänyt maksamatta omia laskujaan kuntaulkoistusten tilaajille ainakin Jämsässä, mikä on nostanut ostovelkoja.

Näemme kohonneen riskin, sille että maksusuorituksista on isompiakin erimielisyyksiä, mutta tässä vaiheessa emme ennusta alaskirjauksia. Myös ulkoistusten kannattavuutta tukevia palautuksia voi hyvässä skenaariossa olla vielä tulossa, jos nykyisiä tuloutuksia suuremmat kustannukset saadaan perittyä tilaajilta.

## Taserakenne\*



## Nettokäyttöpääoman kehitys



\*sis IFRS 16 muutokset

Lähde: Inderes, Pihlajalinnalla

# Strategia ja tavoitteet

## Strategian tavoitteet

Pihlajalinnan strategia perustuu laajan ja monikanavaisen palvelutarjonnan tarjoamiseen sekä yksityisen että julkisen sosiaali- ja terveydenhuollon markkinalla. Strategian ytimessä on myös jatkaa palvelutuotannon toimintamallien kehittämistä panostamalla edelleen asiakkaan hoitopolkuihin ja palveluketjuihin yhdessä kumppanien kanssa. Tämän avulla palveluiden oikea-aikainen saatavuus, hyvä asiakaskokemus sekä potilaan hoidon kustannustehokkuus varmistetaan. Etenkin digitaalisuuden roolin lisääminen perinteisellä toimialalla mahdollistaa hoitopolkujen sujuvoittamisen edelleen.

Strategian ytimessä on loppuasiakas ja yhtiö lähtee liikkeelle siitä, että kuluttaja haluaa valita Pihlajalinnan riippumatta palveluiden maksajatahosta. Tähän liittyy olennaisesti se, että Pihlajalinnan palvelut ovat sujuvat ja ne ovat saatavilla viiveettä.

Pihlajalinna pyrkii toiminnassaan myös varmistamaan kannattavan kasvun, jotta sen investointikyky toiminnan laajentamiseen velkarahoituksella säilyy hyvänä. Kannattavan kasvun varmistamiseksi yhtiön operatiivisen tehokkuuden eri osa-alueita käydään systemaattisesti läpi osana jatkuvaa parantamista. Kannattavuuden kannalta keskeisin elementti on kysynnän ja tarjonnan kohtaamisen kehittäminen. Sitä yhtiö hallitsee etenkin kohdentamalla markkinoinnin ja digimyyntin aktiviteettia niille palvelualueille, missä käyttöasteita tarvitsee nostaa. Etäpalveluilla kyetään tasaamaan myös

alueellisia eroja, kun ammattilaisen ei tarvitse aina olla samassa paikassa kuin asiakkaan.

Tavoitteiden saavuttamista mitataan taloudellisilla mittareilla kuten asiantuntijakapasiteetin volyymilla sekä asiakas- ja työntekijäkokemusta mittaavalla Net Promotion Score (NPS) -luvulla. Osaa näistä yhtiö raportoi myös ulospäin (kts. sivupalkki). Näistä tavoitteista tärkeimpään eli kannattavuustavoitteeseen on vielä vuositason matkaa, vaikkakin se on kehittynyt etenkin viimeisen kuuden kuukauden aikana (Q4'20-Q1'21) rohkaisevasti. Asiakastytyväisyys on nykyisellään jo vahvalla tasolla, mikä tukee asiakaspitoa.

Pihlajalinna täsmensi hiljattain strategiaansa. Strategiakauden (2021-2023) kulmakivinä ovat yhteistyön tiivistäminen julkisen sektorin kanssa, yksityisten palveluiden uudistaminen sekä digitalisaation vahvistaminen.

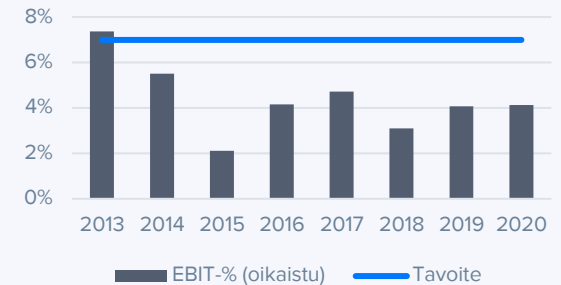
## Yhteistyön tiivistäminen julkisen sektorin kanssa

Pihlajalinna pyrkii tekemään tiivistä yhteistyötä tulevien hyvinvointialueiden kanssa, jotka toimivat palveluiden tilaajina. Sote-uudistuksen yhteydessä muodostettavien uusien hyvinvointialueiden tilaajaorganisaatioiden muodostaminen tarjoaa yhtiölle mielestämme myös otollisen paikan tarjota innovatiivisia ratkaisujaan päättäjille. Näille tilaajille ei ole vielä muodostunut vakiintuneita toimintatapoja palveluiden järjestämisestä. Yhtiöllä on käsityksemme mukaan valmiiksi hyvät suhteet isoihin sairaanhoitopiireihin ainakin Pohjanmaalla, HUS:n alueella ja Pirkanmaalla. Uskomme tämän jatkuvan myös tulevien hyvinvointialueiden osalta.

## Kannattavuustavoite



- 7 %:n oikaistu EBIT



## Velkavivun tavoite

- Nettovelat/EBITDA alle 3,0x (edeltävä 12 kk 2,7x, ilman IFRS 16)

## Asiakastytyväisyys (NPS)



- Lääkärikeskukset (74)
- Sairaalat (90)
- Hammasklinikat (84)
- Puhelinpalvelu (65)
- Kuntayhtiöt (69)

# Strategia ja tavoitteet

## Fokus julkisessa palvelumyynnissä

Yhtiö panostaa julkisen sektorin kumppanina etenkin kansansairauksien parempien hoitomallien kehittämiseen (diabetes, sydän- ja verisuonisairaudet, tuki ja liikuntaelinsairauden, unenhoito ja mielenterveys), joiden paremmalla hallinnalla olisi myös merkittävä kansantaloudellinen merkitys. Yhtiö hyödyntää näissä etälääkäripalveluja, joiden avulla potilaalle luodaan tuoreimpiin kansainvälisiin hoitosuosituksiin perustuva yksilöllinen hoitosuunnitelma. Siinä eri erikoisalojen ammattilaiset osallistuvat potilaan hoitoon kokonaisvaltaisesti paikasta riippumatta. Moniammatillisen tiimin avulla myös kansansairauksiin liittyvien kalliiden liitännäissairauksien ennaltaehkäisyyn kiinnitetään perinteistä toimintatapaa paremmin huomiota, mikä lisää asiakasarvoa ja säästää kustannuksia.

Myös Terveystalo ehti ottaa samankaltaisen toimintamallin käyttöön Fokus-erikoisyksiköidensä kautta alkuvuonna, joten Pihlajalinna ei ole toimintamallilla liikkeellä yksin. Terveystalo on saanut sen avulla alustavia hyviä tuloksia ja mielestämme malli sisältää myös Pihlajalinnalle paljon potentiaalia etenkin julkisen sektorin suuntaan. Julkinen sektori on edennyt hitaasti omien digipalveluiden kehityksessä ja toiminnan organisoinnissa niiden ympärille. Pihlajalinnan tarjoamat palvelut on tarkoitus skaalata myös yksityis- ja yritysasiakkaille. Tämä vahvistaa synergioita eri asiakasryhmien välillä, kun digityökälujen kustannuksia saadaan jyvitettyä

isommalle volyymille ja ammattilaisten käyttöasteita nostettua.

Yhtiö panostaa julkisissa asiakkaissa edelleen myös vastuulääkäripalveluiden volyymien kasvattamiseen. Niissä ikääntyneiden ihmisten hoidosta vastaa etäyhteyden avulla potilaan tuntema vastuulääkäri (s. 9). Edellä kuvattuja palvelumalleja tullaan hyödyntämään myös yhteistyössä Nonna Groupin (s. 16) kanssa.

## Ulkoistuskokonaisuuksien merkitys pienenee

Pihlajalinnan strategiana on osallistua edelleen myös valikoidusti kuntien tekemien sote-palveluiden ulkoistamiskilpailutuksiin. Kannattava kasvu ohjaa kuitenkin tiukasti mihin hankkeisiin lähdetään mukaan. Nykyinen soteuudistus ei suhtaudu myönteisesti ulkoistuksiin, Se näkyy myös Pihlajalinnan strategisessa painotuksessa. Yhtiön myyntiorganisaation fokusta on alettu siirtää enenevässä määrin julkisen puolen palvelumarkkinaan.

Yhtiö on viime aikoina onnistunut saamaan useita palvelumyöntisopimuksia, joita ovat olleet mm. HUS:in koronanäytteenottosopimukset, Oulun kaupungin koronatestauspalvelut, Helsingin satamien terveysneuvontapalvelut, Vantaan kaupungin puhelinpalvelut ja hoidontarpeen arviointi, Turun alueen ja Helsingin kaupungin koronarokotushenkilökunnan vuokraukset sekä Helsingin kaupungin etälääkärikonsultaatiot.

- Kansansairauksiin kehitetty kokonaisvaltainen hoitomalli



Diabetes



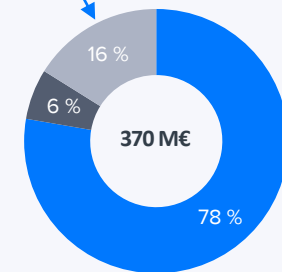
Sydän-sairaudet

- Eri erikoisalojen ammattilaisista koostuva hoitotiimi saavutettavissa etäkavanavissa



- Palvelumyynnin osuuden kasvatus julkisissa asiakkaissa

Julkinen sektorin liikevaihto 2020



- Kokonais- ja osaulkoistukset
- Työvoimapalvelut
- Työterveys ja muut palvelut

# Strategia ja tavoitteet

## Yksityisten palveluiden uudistaminen

Yksityisissä palveluissa yhtiö panostaa tunnistamiinsa kasvualueisiin, joita ovat ainakin ennaltaehkäisevät palvelut, diagnostiikkapalvelut ja mm. iho- ja estetiikan palvelut.

Ennaltaehkäisevien ja kokonaisterveyttä edistävien palvelujen kehittäminen on tärkeä osa Pihlajalinnan nykyistä strategiaa. Perustana ennaltaehkäiseville hyvinvointipalveluille toimii Forever-liikuntakeskusketju. Yhtiö on rakentamassa potilastietojärjestelmäänsä dataohjautuvan liikuntalähetteen. Se muistuttaa lääkäriä vastaanotolla suosittelemaan liikunnan lisäämistä, jos potilaan tietojen perusteella se näyttää parhaalta ratkaisulta. Ohjauksella on yhtiön näkemyksen mukaan todellinen tarve, sillä liian vähäinen liikunta on edelleen merkittävä terveysriski monen asiakkaan kohdalla. Liikuntalähete edesauttaa myös Forever-liikuntakeskuksen ristiinmyyntipotentialiin hyödyntämistä, sillä se on tähän mennessä ollut käsityksemme mukaan alihyödynnettyä. Nuoremmat sukupolvet pyritään myös saamaan yhtiön muiden palveluiden piiriin juurin hyvinvointipalveluiden kautta.

Yhtiö on lanseeraamassa myöhemmin myös Omatunto-sovelluksen, jonka avulla asiakas voi ennaltaehkäisevästi selvittää, miten hän voisi parantaa kokonaisterveyttään. Uskomme yhtiön lanseeraavan tulevaisuudessa myös matalankynnyksen kk-hinnoiteltuja palveluita kuluttajille. Omatunto-sovellus tarjoaa tähän mahdollisen väylän.

Alan trendien mukaan diagnostiikka ja erilainen mittaaminen ohjaa myös yhä enemmän asiakkaan omahoitoa ja mahdollistaa yhä personoidumman hoitokokemuksen. Tähän liittyen kuluttajille tuodaan mm. laboratoriodien palvelupaketit entistä paremmin saataville suoraan ilman lääkärin vastaanottoa. Tämä helpottaa myös alalla tyypillistä lääkärinvastaanoton muodostamaa pullonkaulaa ja parantaa diagnostiikan käyttöasteita. Myös korkealaatuinen magneetikuvantaminen korvaa edelleen trendinomaisesti perinteisiä tutkimusmenetelmiä. Yhtiö näkee niiden tulevaisuudessa tukevan yhä enemmän myös lääkärin päätöksentekoa ja MRI-laitteistoon myös investoidaan lisää.

Työterveyden osalta tarjoomaa kehitetään mm. matalan kynnyksen palveluilla, joista yksi esimerkki on ”Mielen Huoli” kanava. Palvelussa psykiatrin hoitaja ottaa potilaan vastaan nopeasti etäkanavissa. Hoitaja ohjaa potilaan myös nopeasti oikeaan hoitoon mm. lyhyt terapiaan, ja ongelmat eivät pääse syvenemään. Myös pääkilpailijoilla on ollut valikoimassaan vastaava matalankynnyksen palvelu jo pidemmän aikaa ja ne ovat saaneet sillä erittäin hyviä tuloksia aikaan.

Vakuutusyhtiökumppanuuksissa yhtiö on hiljattain lanseerannut hoitoketjun pituuden ja vaikuttavuuden raportointityökalun. Toimintamalli tuo läpinäkyvyyttä siihen, miten potilaat toipuvat toimintakykyisiksi Pihlajalinnan hoitoketjussa. Tämä on keskeistä vakuutusyhtiökumppanuuksissa, sillä niiden intresseissä on pitää korvausmenot aisoissa.

## Ennaltaehkäisy



# Forever

Dataohjautuva liikuntalähete vahvistaa ristiinmyyntiä

Nuorempien sukupolvien portti muihin palveluihin



## Pihlajalinna



### Omatunto-sovellus

Terveysriskien tunnistaminen



### Oman terveyden mittaaminen

Laboratoriopaketit suoraan kuluttajien saataville



# Strategia ja tavoitteet

## Digitalisaation vahvistaminen

Pihlajalinna panostaa voimakkaasti toiminnan digitalisointiin ja se on keskeinen elementti kaikessa liiketoiminnan kehityksessä sekä myös uuden palvelutarjonnan ja kumppanuuksien rakentamisessa.

Digitaalisuus vaikuttaa palveluiden yhä parempaan saatavuuteen ja resurssien tuottavuuteen.

Digitaalisia palveluita voidaan tarjota, vaikka yhtiöllä ei olisi fyysistä toimipistettä alueella. Digitaalisten asiakaskohtaamisten lisääntyminen, laskee samalla yksittäisen asiakaskohtaamisen kustannuksia mahdollistaen enemmän käyntimääriä per ammattilainen.

Yhtiö kehittää digitaalisia palveluita kuluttaja-asiakkaan, kumppaniasiakkaan (yritykset, kunnat ja vakuutusyhtiöt) ja ammattilaisten näkökulmasta. Osa esimerkeistä käytiin jo aiemmillä sivuilla läpi.

Yritysassiakkaiden osalta myös Pihlajalinnan työterveysportaali uudistetaan, mikä on tärkeä kanava asiakasyritysten ja työterveystiimien välisessä kanssakäymisessä. Pihlajalinnassa työskentelevien ammattilaisten osalta panostuksia kohdennetaan etenkin etävastaanottotyökäluihin. Ne mahdollistavat työasioiden hoitamisen aiempaa tehokkaammin ja joustavammin etänä. Tämä on tärkeää, jotta yhtiön vetovoima lääkärien parissa säilyy.

Loppuasiakkaiden näkökulmasta yhtiö kehittää erityisesti verkkosivustoaan palvelualustana, jota kautta henkilöasiakas pääsee ketterästi suoraan asiantuntijan luo.

Verkkosivuston kautta asiakkaalle avautuu henkilökohtainen palveluvalikoima, johon tulevat rinnalle myös kumppanien palvelu ja uudet hyvinvointia ja terveyttä yhdistävät omahoitopolut.

## Digistrategia poikkeaa selvimmin kilpailijoista

Kokonaisuutena digitaaliset terveydenhuollon palvelut kasvavat nopeasti ja näiden kehittämisessä onnistuminen on yksi tärkeimpiä lähivuosien menestystekijöitä. Vaikka yhtiö on toteuttamassa digitaalisten palvelujen laajan uudistuksen tänä vuonna, jäävät investoinnit silti suhteellisen mataliksi. Digitaalisuuteen tehtävät panostukset näkyvät käsityksemme mukaan enemmän kulupuolen kasvuna (2-3 MEUR) kuin investointipuolen hyppäyksenä.

Yhtiön strategia poikkeaa tällä saralla kilpailijoistaan selvemmin, sillä se pyrkii hyödyntämään markkinoilta saatavia valmiita ratkaisuja, Yhtiön mielestä teknologiarotaatio on niin nopeaa, että valmiiden ratkaisujen hyödyntäminen on järkevämpi tapa. Kääntöpuolena, on että tuotteiden räätälöintimahdollisuudet jäävät samalla rajallisiksi.

Pääkilpailijoista Terveystalo ja Mehiläinen pyrkivät kehittämään terveyspalveluiden toiminnallisuuksia isoin investoinnein. Terveystalo pyrkii mm. kehittämään alustaansa siten, että se ohjaa relevanttia potilasvirtaa automaattisesti oikealle ammattilaiselle tai antaa tietyille asiakkaalle käyttöasteiden optimoinnin kannalta soveltuvimman vastaanottoajan tukien asiakaskonversiota.



- Strategia perustuu pääosin valmiiden ratkaisujen hankintaan markkinoilta
- Digi-investoinnit pysyvät pienemmillä räätälöinnillä selvästi kilpailijoita matalampina
- Digipalvelujen hyödyntäminen vastaamaan asiakkaiden aitoja hoitotarpeita (mm. Vastuulääkärimalli)
- Palveluiden kehitys yhdessä kumppanien kanssa (Mielen huoli)
- Vuonna 2020 44 % vastaanotoista tapahtui digikanavissa (lähes 500 000)
- Verkkosivujen kehittäminen personoituna palvelualustana loppuasiakkaille

# Strategia ja tavoitteet

## Yritysostot ja orgaaninen laajentuminen

Yhtiö hakee kasvua edelleen myös maantieteellisen laajentumisen, palveluvalikoiman kasvattamisen ja yritysostojen kautta. Yhtiö käynnisti valtakunnallisen laajentumisen vuonna 2017, ja vuosina 2018-2019 se avasi runsaasti uusia yksiköitä etenkin Länsirannikolle ja Etelä-Suomeen. Yhtiön strategiana on laajentaa toimipiste- verkostoaan edelleen lähivuosina kattamaan myös niitä maakuntakeskuksia ja asiakastiheissä keskuksissa (yli 50 000 asukasta), joissa yhtiöllä ei ole vielä toimipisteitä. Yhtiö näkee laajentumisen strategisesti järkevänä panostuksena, sillä se mm. edesauttaa työterveyshuoltosopimusten solmimista suurten yritysten kanssa ja se tekee myös yhtiöstä houkuttelevamman kumppanin vakuutusyhtiöiden suuntaan.

Verkoston kasvatusta tehdään sekä yritysostoin että orgaanisesti. Yrityskaupoin tehtävä laajentuminen on alalla strategisesti uusperustantaa riskittömämpää, sillä silloin myös asiakaskanta ja ammattilaiset saadaan valmiina ja toiminnan kasvattamista alueella ei tarvitse polkaista käyntiin tyhjästä. Yhtiö tekee myös sellaisia yritysostoja, jotka täydentävät sen palvelutarjontaa tietyllä alueella. Näin se vahvistaa sen integroitua hoitoketjua ja synergioita voidaan saavuttaa ristiin myynnillä eri palveluiden välillä. Yhtiö on alleviivannut pyrkivänsä ottamaan yritysostoista historiallisia tasoja nopeammin irti kulusynergiat (mm. Työterveys Virran osto). Tämä tapahtuu mm. integroimalla ostokohteet alusta

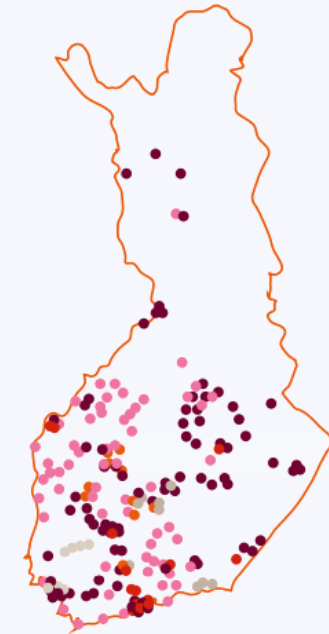
alkaen muun organisaation käyttämiin tietojärjestelmiin. Pihlajalinnan yritysostot ovat perinteisesti kasvattaneet yhtiön lääkärikeskus-, kuvantamisyksikkö-, hoiva- ja hammasklinikoiden verkostoa. Odotamme myös tukevien yritysostojen painottuvan näihin kohteisiin.

Orgaaninen laajentuminen on varteenotettava vaihtoehto silloin, kun sopivia ostokohteita ei alueella ole tarjolla järkevällä hinnalla. Täysin uudella paikkakunnalla toimipisteen ylösajo on kuitenkin kallista ja se vie aikaa johtuen alueellisista verkostovaikutuksista.

Yhtiö on avaamassa kuluvan vuoden aikana ainakin Lahdessa uuden lääkärikeskuksen ja myös Länsirannikolle ollaan avaamassa uusia toimipisteitä. Ylösajoa ainakin Lahden osalta helpottaa selvästi se, että Pihlajalinnalla on alueella jo valmiiksi työterveyden asiakkaita, joiden palvelussa on aiemmin hyödynnetty alihankkijoita. Täten lääkäreille on heti tarjolla asiakasvirtaa, mikä helpottaa heidän rekrytointiaan ja tukee keskuksen käyttöasteita. Uuden keskuksen palvelutarjontaa kasvatetaan myös asteittain sitä mukaan kun asiakasvirrat edelleen vahvistuvat.

Uuden keskuksen ylöajon kalleudesta esimerkkinä toimii Pihlajalinnan Turkuun vuonna 2018 avaama lääkärikeskus- ja leikkausyksikkö. Yksikön myynti oli noussut vuonna 2020 yli 10 MEUR:oon ja käsityksemme mukaan liiketulos oli saatu jo lähelle break-eveniä. Vuonna 2018 ensimmäisenä toimintavuonna myynti jäi vielä 4,6 MEUR:oon ja liiketulos oli vielä rumasti tappiolla -1,8 MEUR:ssa.

## Verkosto 2020



- Lääkärikeskus, sairaala, hammasklinikka
- Sote-ulkoistus
- Asumispalvelu
- Liikuntakeskus
- Vastuulääkäripalvelu



# Strategia ja tavoitteet



## Toiminnan voimakas kasvattaminen

- Perustettu vuonna 2001
- Aluksi alueellista lääkärivuokrausta
- Innovatiivisten palvelumallien kehittäminen
- Kuntien kanssa perustetut yhteisyritykset mahdollistivat pääomatehokkaan tavan kasvaa
- Merkittäviä yritysostoja yksityisellä puolella
- Verkoston ja palveluntarjonnan kasvattaminen

## Kannattavan kasvu palauttaminen

- Brändi-ilmeen yhtenäistäminen
- Organisaatiouudistus
- Yksityisen verkoston tuloskäänteen toteuttaminen
- Kuntaulkoistusten kustannustasojen nousu
- Mehiläisen ostotarjouksen kaatuminen

## Kannattavan kasvun jatkaminen

- Fokus julkisen puolen palvelumyynnin kasvussa
- Yksityisten palveluiden uudistaminen
- Palveluiden ja toiminnan kiihtyvä digitalisointi
- Toimipisteverkoston laajentamisen jatkaminen vielä niille väestötiheille alueille, joissa ei vielä ole omaa toimipisteitä

## Strategian Must Win Battles

### Toteutunut

- Kasvu Suomen kolmanneksi suurimmaksi sotepalveluyritykseksi
- Kokonaisvaltaisen hoitoketjun rakentaminen palveluntarjontaa johdonmukaisesti kasvattamalla
- Markkinajohtajuus kuntaulkoistuksissa ja niiden kannattavuuden nosto erinomaiselle tasolle

### Toteutunut

- Oman toimipisteverkon käyttöasteiden parannus
- Yritysassiakkaiden ja vakuutusyhtiövolyymin kasvu
- Muiden kuin ulkoistusten liiketulos kasvoi 2020 12,6 MEUR:oon (2108: lievä tappio)
- Kuntaulkoistusten heikentynyt kannattavuus 2020 8,2 MEUR:oon (2018: yli 15 MEUR)

### Seuraavat 5 vuotta

- Kannattavuuden parantaminen kohti tavoitteita
- Digipalveluiden kehityksessä onnistuminen pääomatehokkaalla strategialla
- Kuluttajälähtöisten ja personoitujen palvelujen kehityksessä onnistuminen yksityisellä puolella
- Kustannustehokkaiden ja arvoa luovien uusien palvelumallien kehityksessä onnistuminen julkisille asiakkaille myös uudessa sotekehikossa
- Yritystostojen integroinnissa onnistuminen

# Sijoitusprofiili

1.

Alueellisesti vahva brändi ja tarjooma

2.

Maantieteellinen laajentuminen kesken

3.

Kannattavuus pääkilpailijoita heikompi

4.

Poliittiset riskit korkeat

5.

Maltillinen tulospohjainen arvostus

## Potentiaali



- Alueellisesti vahva asema ja arviomme mukaan myös kannattavuus
- Verkoston kasvun myötä paraneva asema suhteessa isoihin työterveyden yrityksiin sekä vakuutusyhtiöihin
- Toimipisteiden ylösajon etenemisen myötä paraneva kannattavuus
- Väestön ikääntyminen
- Julkisen puolen haasteet hoitojonojen purussa

## Riskit



- Nykyisen hallituksen sote-uudistus luo epävarmuutta kuntaulkoistusten jatkolle vuoden 2025 jälkeen
- Kilpailutilanteen kiristyminen
- Taloustilanteen kehitys
- Verkoston laajentamisen kalleus alueellisista verkostovaikutuksista johtuen
- Digi-investointien kilpailijoita pienempi rahallinen arvo
- Kohollaan olevat myyntisaamiset

# Ennusteet

## Odotuksissa selvä tulosparannus 2021

Pihlajalinna on ohjeistanut tämän vuoden liikevaihdon kasvavan selvästi ja oikaistun liikevoiton paranevan selvästi vuodesta 2020. Ennusteidemme mukaan 2021 liikevaihto kasvaa 8 % 549 MEUR:oon ja oikaistu liikevoitto nousee 25 %:lla 26,4 MEUR:oon (EBIT 4,8 %).

Yhtiön vuosi 2021 alkoi jo vahvasti kun Q1:n liikevaihto nousi 5 %:lla 140 MEUR:oon ja oikaistu liikevoitto 60 %:lla 6,7 MEUR:oon.

Odotamme vahvan kehityksen jatkuvan myös Q2'21:llä korkealla tasolla jatkavien koronatestimäärien tukiessa kehitystä. Kasvua vauhdittavat selvästi myös Työterveys Virran hankinta (1,4 alkaen) sekä vuoden alussa alkanut Kristiinan kaupungin osaulkoistus (6 MEUR/v). Myös Pohjois-Pohjanmaan sairaanhoitopiirin poliklinikka-, leikkaus- ja vuodeosastopalveluita koskevan kilpailutuksen voitosta odotamme kertyvän kvartaalitasolla noin 1 MEUR:n lisämyynnin. Myös Q2:n vertailuluvut ovat erittäin heikot sekä yksityisasiakkaissa että yritysasiakkaissa pandemian alun hydytettyä kysyntää. Kokonaisuutena odotamme Q2:n liikevaihdon kasvavan 20 %:lla ja liikevoiton nousevan 6,2 MEUR:oon (Q2'20: 0,6 MEUR).

H2'21:n liikevaihdon odotamme kasvavan 4 %:lla 272 MEUR:oon, mutta liikevoiton laskevan vertailukaudesta 13,6 MEUR:oon (H2'20: 16,2 MEUR). Koronarokotusten eteneminen normalisoi kysyntää pandemiasta eniten kärsineissä suunterveydessä, yleislääkärin vastaanotoissa ja

liikuntakeskuksissa, mikä tukee kasvua. Myös julkisen puolen jonojen paisuminen purkautuu todennäköisesti joko julkisten toimijoiden kasvaneina tilauksina yksityisiltä toimijoilta tai vaihtoehtoisesti itsemaksavien asiakkaiden kasvaneena määränä. Odotamme tämän näkyvän etenkin suunterveyden sekä kiireettömien leikkausten myynnin positiivisena kehityksenä.

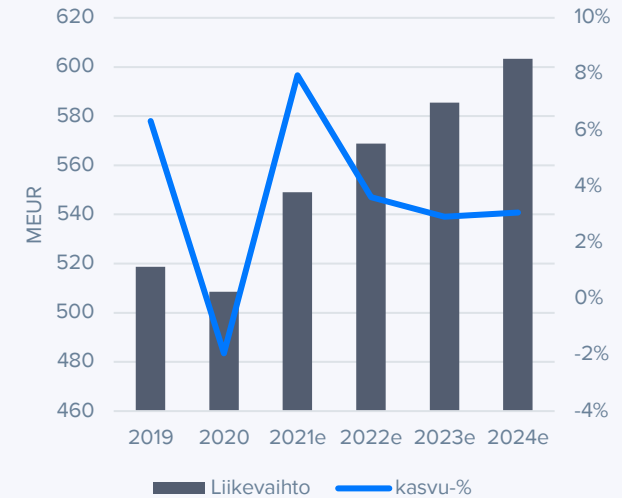
Negatiivisella puolella testaustoiminnan merkittävä positiivinen vaikutus Pihlajalinnan myyntiin (H2'20: 10,6 MEUR) poistuu. Muistutamme sijoittajia myös siitä, että yhtiö sai henkilökuluihinsa 2,6 %:n alennusta 1.5-31.12 2020 aikana, kun TYEL-maksuihin myönnettiin väliaikainen helpotus. Se näkyy palkkakulujen selvänä nousuna H2'21:llä (vaikutus noin 2,5 MEUR).

## Työterveys Virran vaikutus ennusteisiin

Työterveys Virta Oy:n hankinnan (velaton kauppahinta 17,6 MEUR) saatettiin päätökseen 1.4.2021. Virran liikevaihto vuonna 2019 oli 13,6 MEUR ja kannattavuus oli nollan tuntumassa. Huomautamme sijoittajille, että yhtiö on tarjonnut asiakkailleen vain ennaltaehkäiseviä lakisääteisiä työterveyden palveluita.

Pihlajalinnan alaisuudessa samoille asiakkaille on tarkoitus myydä pikku hiljaa myös muita Pihlajalinnan tarjoamia palveluita. Arvioimme tästä kertyvän 2021-2022 aikana lisämyyntiä (aiemman liikevaihdon päälle) 4 MEUR:lla, mikä nostaa Virran kannattavuutta asteittain etenkin Oulun seudun lääkäriaseman käyttöasteiden parantuessa. Lisämyynti tulee sisään korkealla myyntikatteella.

## Liikevaihdon kasvu



## Kannattavuus



# Ennusteet

## Konsernin ennusteet 2022-2024

Koko konsernin tasolla liikevaihdon kasvuennusteemme on vuosina 2022-2024 noin 3 % (CAGR). Sen myötä EBIT-% nousee asteittain 5,2 %:iin vuoteen 2024 mennessä. Seuraavaksi on käyty läpi segmenttitasolla ennusteitamme.

## Muut kuin kokonaisulkoistukset ajavat kasvua

Yhtiön päivitetty strategia hakee kasvua etenkin omassa toimipisteverkostossa tuotetuista palveluista. Sen perusteella keskeisiä kasvualueita ovat yritysasiakkaat sekä julkinen palvelumyynti.

Vuosien 2022-2024 aikana odotamme segmentin liikevaihdon kasvavan 4,5 % (CAGR). Segmentin sisällä odotamme yritysasiakkaiden myynniltä noin 5 %:n vuosittaista kasvua. Sitä ajaa uusasiakashankinta sekä nykyisten asiakkaiden sisällä saavutettu lisämyynti sekä vakuutusyhtiökumppanuuksien tiivistyminen.

Koronakuopasta toipumisen jälkeen odotamme myynnin yksityisasiakkaille kasvavan noin 4 %:lla sen saadessa tukea ristiinmyynnin lisääntymisestä mm. liikuntakeskusten ja muiden palveluiden välillä. Myös pitkät julkisen puolen jonot sekä laajeneva toimipisteverkosto tukevat yksityisasiakkaiden kysyntänäkymiä.

Julkisissa asiakkaissa myyntiorganisaation fokus on siirtynyt enenevässä määrin julkisten asiakkaiden palvelumyyntiin. Ennusteessamme julkisen puolen palvelumyynti kasvaa noin 10 % vuodessa (2022-2024) painottuen monikanavaisen asiointin tarjoamiseen. Kansansairauksien uusien hoitomallien,

vastuulääkäripalvelun laajentumisen sekä julkisen työterveyden asiakasmäärien kasvun odotamme toimivan kasvuajureina.

Kannattavuus paranee asteittain myynnin kasvun ja käyttöasteiden parantumisen skaalatessa yksityisen verkoston kiinteitä kuluja. Samalla kuitenkin verkoston laajentaminen tuo uusia kuluja hidastaen skaalautumista. Odotamme segmentin liikevoitto-%:n nousevan 2020 4,5 %:sta 2024 5,2 %:iin. Ennuste on segmentin tavoitetta (EBIT 7-9 %) selvästi matalampi.

## Kokonaisulkoistusten rooli pienenee

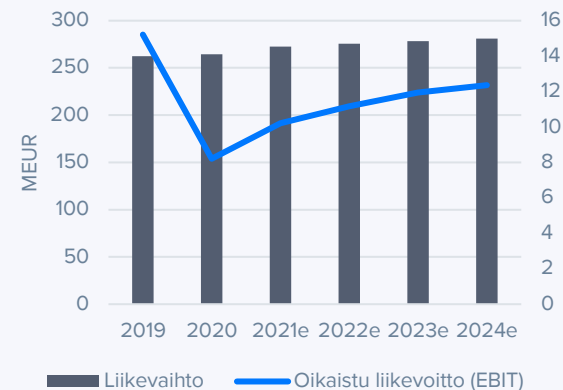
Kokonaisulkoistusten kannattavuus on vuodesta 2019 alkaen laskenut selvästi johtuen sivulla 24 käsitellyistä kustannusten noususta. Kohonneista kustannuksista (investointeihin ja koronaan liittyvä laskutus) voi olla vielä tulossa tasauksia, kunhan sairaanhoitopiirien 2020-tilinpäätökset valmistuvat. Suhtaudumme ulkoistusten tulevaan kannattavuuskehitykseen kuitenkin varoen epävarmuuksista johtuen, emmekä ennusta niiden saavuttavan historiallisia tasoja.

Ennustamme ulkoistusten liikevaihdon kasvavan lähinnä nykyisten sopimusten hinnankorotusten puitteissa ja kannattavuuden elpyvän vuoden 2020 3,1 %:sta vuoden 2024 4,4 %:n tasolle, kunhan kustannusten jaosta on päästy kuntien kanssa sopuun. Myös koronasta johtuvia merkittäviä kustannuksia ei enää ole odotettavissa vuodesta 2022 lähtien. Ennustamamme taso on selvästi alle yhtiön omien tavoitteiden (EBIT 5-7 %) sekä historiallisten tasojen (s.24).

## Konserni ilman kokonaisulkoistuksia



## Kokonaisulkoistukset



# Ennusteet

## Pidemmät ajan ennusteissa iso epävarmuus

Vuosina 2024-2028 ennustamme konsernin kasvun olevan 3 % (CAGR) ja siten vain hieman yli markkinalle odottamamme kasvun. Yhtiön EBIT-% vakiintuu 5,0 %:n tasolle, mutta jää kauaksi yhtiön tavoitteista (EBIT yli 7 %).

Terminaalissa 2030 alkaen Pihlajalinnan kasvu noudattelee ennusteessamme markkinalle arvioimaamme kasvua (2 %), sillä mm. maantieteellinen laajentuminen ei enää tue kasvua. Liikevoitto-% vakiintuu 5,0 %:n tasolle, sillä ennakoimme kilpailutilanteen jatkuvan kireänä pääkilpailijoita vastaan, mutta verkoston laajentuminen ei rasita enää kannattavuutta.

Kuten sivulla 19 käytiin läpi, nykyisen hallituksen sotemalli ei ole suhtautunut kovinkaan suopeasti yksityisten järjestämiin kuntien kokonaisulkoistuksiin. Epävarmuutta liittyy etenkin siihen, miten hyvinvointialueet haluavat jatkaa näitä kokonaisulkoistuksia vuoden 2025 jälkeen.

Pihlajalinnalla on hyvät näytöt ulkoistusten tuomista kustannussäästöistä, hoidon pääsyn nopeutumisesta sekä palvelujen saatavuudesta ja säilymisestä lähialueilla. Mielestämme tilaajien hyvät kokemukset voivat johtaa myös näiden sopimusten jatkoon vuoden 2025 jälkeen, mutta tähän liittyy toistaiseksi merkittävää epävarmuutta.

Ulkoistusten rooli jatkaa ennusteessamme pienentymistään, mutta niiden osuus on vielä noin 40 %:ia ennustamastamme liikevoitosta vuonna 2024.

Vaikka kokonaisulkoistukset eivät nykyisessä laajuudessaan jatkuisikaan, pidämme todennäköisenä, että palveluntuotanto jatkuu ainakin jossain laajuudessa.

## Osinkoennusteemme kasvaa maltillisesti

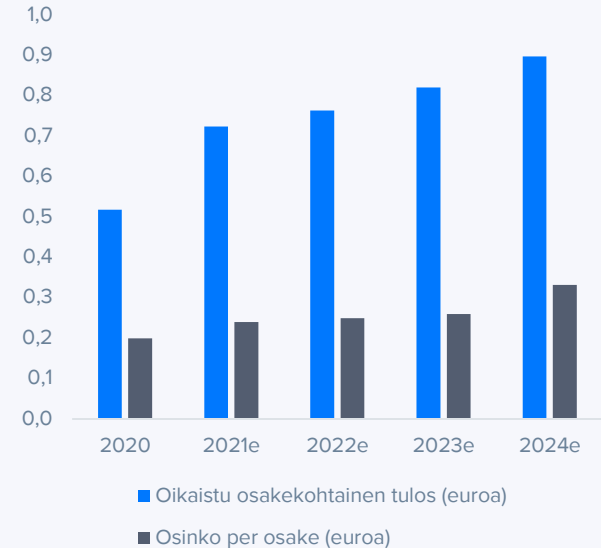
Osingonjakosuhteen ennustamme olevan vuosina 2021-2024e 30-40 %:n välillä Pihlajalinnan omistajille kuuluvasta oikaistusta osakekohtaisesta tuloksesta. Osinko kasvaa ennusteessamme maltillisesti nettotuloksen kehityksen mukana ja on vuonna 2023 0,26 euroa/osake (2020: 0,20 euroa).

Osingon ennustamista vaikeuttaa se, että yhtiöllä ei ole voimassaolevaa osinkopolitiikkaa. Osinkoon allokoidaan pääomia lähivuosina ennusteessamme noin 5-7 MEUR/v. Vuonna 2024 ennustamme osinkoon hieman reippaampaa korotusta 0,33 euroon/osake, kun verkoston laajentamisen rooli pääoman allokoinnissa vähenee.

Yhtiön tekemien investointien (ei sis. IFRS 16) odotamme olevan lähivuodet kokonaisuudessaan noin 15 MEUR/v ilman yritysostoja. Ne ovat siten nykyisiä poistoja 12 MEUR/v (ilman IFRS 16 poistoja sekä PPA-poistoja) suuremmat. Uskomme yhtiön olevan investointien osalta kasvumoodissa lähivuodet, kun strategian toteutusta jatketaan.

Myös yritysostoja on yhtiöltä lupa odottaa, mutta niitä emme mallinna.

EPS ja osinko



# Arvonmääritys 1/2

## Suositus ja tavoitehinta

Toistamme Pihlajalinnan tavoitehintamme 12,5 euroa sekä lisää-suosituksemme. Kokonaisuutena Pihlajalinnan maltilliset arvostuskertoimet ja hyvät lähivuosien tuloskasvunäkymät tarjoavat mielestämme hyvän tuotto-odotuksen.

Korostamme kuitenkin sijoittajille, että myös riskit ovat Pihlajalinnan tapauksessa korkeat liittyen etenkin nykyisen sote-uudistuksen pidemmän ajan vaikutuksiin sekä pienempään kokoon suhteessa pääkilpailijoihin.

## Tuloskasvun realisoituminen ajaa osakekurssia

Ennusteidemme mukaiset yhtiön 2021 ja 2022 P/E-kertoimet ovat 15x ja 14x. Arvostuskertoimet ovat absoluuttisesti tarkasteltuna erittäin matalat. Matalia kertoimia selittävät kuitenkin kohollaan olevat poliittiset riskit, jotka liittyvät erityisesti yhtiölle tärkeiden kokonaisulkoistusten kohtaloon vuoden 2025 jälkeen. Nykyisessä epävarmassa ympäristössä pidämme Pihlajalinnalle neutraalina arvostushaarukkana 2021 P/E-kerrointa 14-18x.

Arvoimmekin Pihlajalinnan eteenpäin katsovien tulos pohjaisten arvostuskertoimien pysyvän lähellä nykytasojaan niin kauan kuin soteuudistuksen lopullisiin vaikutuksiin yksityisille toimijoille saadaan parempi selvyys. Selvyyden saamista saatetaan joutua odottamaan hyvinvointialueiden aloittamiseen asti (2023), mikäli soteuudistus toteutuu.

Mielestämme yhtiön tuloskasvunäkymät ovat lähivuosille (2021-2024) hyvät, eikä uuden

sotemallin lopullinen sisältö ehdi vielä lähivuosien ennusteisiimme vaikuttaa merkittävästi. Uskomme tuloskasvun jatkuvan noin 8 %/v lähivuosina. Tämä muodostaa tuotto-odotuksesta valtaosan. Tähän päälle sijoittaja saa myös noin 2 %:n osingon. Arvioimaamme osakkeen tuotto-odotuksen muodostumista on hahmotettu sivupalkissa.

Vuosien 2021 ja 2022 EV/EBITDA-kertoimilla tarkasteltuna Pihlajalinnna on hinnoiteltu myös erittäin edullisesti 7x ja 6x. EV/EBITDA-kertoimien käyttökelpoisuutta laskee yhtiön tapauksessa edelleen hieman vähemmistöosuusrooli, vaikka vähemmistön rooli onkin pienentynyt selvästi viime vuosina (ennusteessamme noin 10 % nettotuloksesta menee vähemmistöille). Suosimme kuitenkin tästä syystä arvonnäärityksessä enemmän P/E-kertoimia.

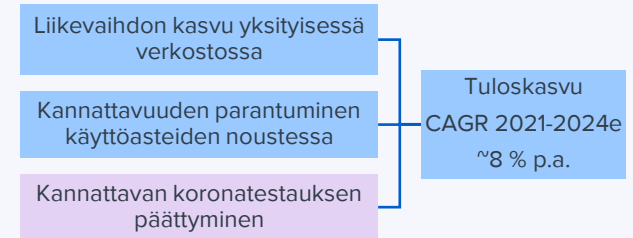
## Yhtiö hinnoitellaan alennuksella verrokkeihin

Suhteessa pääosin kansainvälisistä sote-alan toimijoista muodostettuun verrokkiryhmäämme hinnoitellaan Pihlajalinnnaa 2021 ja 2022 P/E-kertoimilla 37 %:n sekä 14 %:n alennuksilla. Mielestämme alennusta voi pitää perusteltuna huomioiden Suomen markkinalla toimivien yksityisten yhtiöiden pidemmän ajan epävarmat tuloskasvunäkymät.

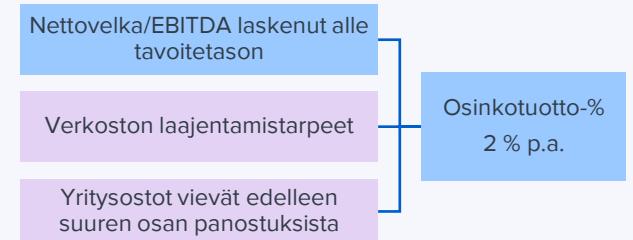
Suhteessa toiseen puhtaasti kotimaiseen toimijaan eli Terveystaloon on lähivuosien P/E-kertoimien noin 20 %:n alennus mielestämme perusteltu. Terveystalo on saavuttanut paremman markkina-aseman valtakunnallisena toimijana ja sen kannattavuus on myös selvästi parempi.

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

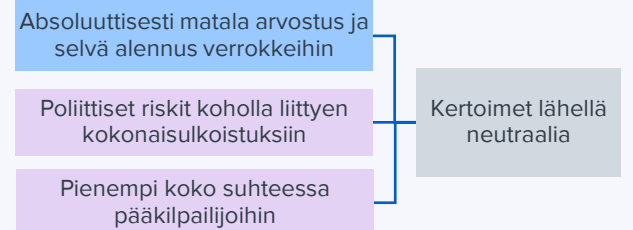
## Tuloskehitys



## Osinkotuotto



## Arvostuskertoimet



# Arvonmääritys 2/2

## DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme antama arvo osakkeelle on 12,5 euroa viestien nousuvarasta. Sen keskeisenä oletuksena on, että myynnin kasvu jatkuu vuosina 2022-2029 3 %:n (CAGR) vauhdissa ja terminaalissa 2 %:n vauhtia. Samalla yhtiön kannattavuus saadaan kestävästi nostettua 5,0 %:n liikevoittomarginaalin tasolle. Yhtiön tavoittelemaan 7 %:n kannattavuuteen on silti vielä selvästi matkaa ja sen toteutuessa arvostuksessa on vielä selvää nousuvaraa. Ennusteissamme kokonaisulkoistukset jatkuvat nykyisen laajuusena myös vuoden 2025 jälkeen.

Mallissa terminaalijakson painoarvo kassavirtojen arvosta on kasvumoodissa olevalle yhtiölle matala, 56 %. Tämä johtuu terminaalien maltillisen kannattavuusennusteemme lisäksi käyttämämme oman pääoman kustannuksen 10,2 % suhteellisen korkeasta tasosta, mikä nostaa myös kokonaispääoman kustannusta (WACC 7,6 %). Korkea oman pääoman kustannus heijastelee kohollaan olevaa riskitasoa.

## Osakkeen arvo soteuudistuksen eri skenaarioissa

Olemme hahmottaneet osakkeen arvoa myös eri skenaarioissa riippuen sotemallin lopullisista vaikutuksista yhtiölle tärkeisiin julkisiin asiakkaisiin. Pessimistisessä skenaariossa kokonaisulkoistukset päättyisivät kokonaan vuoden 2025 jälkeen, eikä niiden tilalle saataisi näiden kuntien alueilla juurikaan korvaavaa palvelumyöntiä.

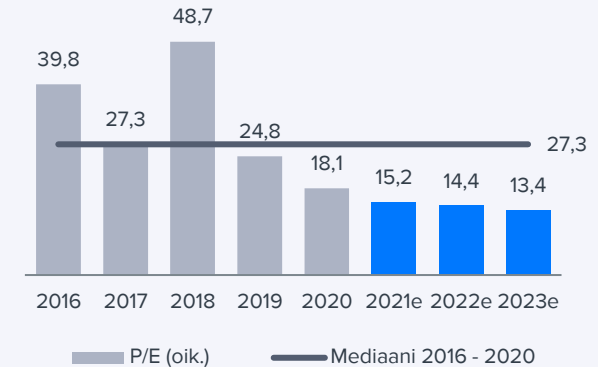
Tässä skenaariossa Pihlajalinnan liikevoitto laskisi ennusteissamme noin 40 %:lla 2025 jälkeen. Ulkoistukset tuotetaan kunnan tiloissa, joten yksityisen puolen toimipisteiden käyttöasteet ja

liikevoitto eivät arviomme mukaan laskisi. Pessimistisen skenaarion toteutuessa DCF-mallimme antama nykyarvo osakkeelle olisi noin 7 euroa. Pidämme skenaarion todennäköisyyttä suhteellisen matalana, sillä uskomme hyvinvointialueiden haluavan hyödyntää toimivia ratkaisuja. Erityisesti lääkärin saanti syrjäseuduille on julkisille toimijoille ollut haastavaa.

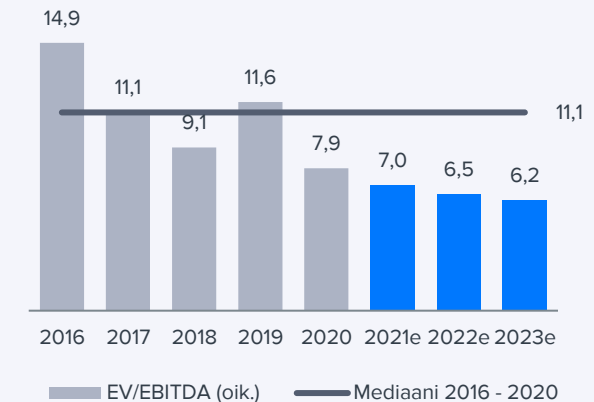
Positiivisessa skenaariossa uudet hyvinvointialueet voisivat puolestaan päättää jatkaa nykyisiä kokonaisulkoistuksia ja hyödyntää samalla yksityisiä toimijoita nykyisiä ennusteitamme selvästi enemmän palveluntuotannossa. Positiivisessa skenaariossa arvostuskertoimien nousua lähemmäs historiallisia tasoja voisi pitää perusteltuna, sillä silloin myös pidemmän ajan tuloskasvunäkymät olisivat selvästi paremmat. Aiemman Sipilän hallituksen sotemallissa julkisten asiakkaiden kasvunäkymät olivat valinnan vapauden myötä nykyistä selvästi paremmat, mikä osaltaan selittää myös yhtiön korkeita historiallisia arvostuskertoimia (P/E 27x ja EV/EBITDA 11x). Osakkeen hinta voisi positiivisessa skenaariossa nousta lähemmäs historiallisia huippujaan (17 euroon). Arvioimme kuitenkin myös positiivisen skenaarion todennäköisyyden suhteellisen pieneksi ainakin nykyisen sotemallin mennessä läpi (s. 19).

Selvästi todennäköisimpänä skenaariona näemme välimuodon pessimistisestä sekä positiivisesta skenaariosta, jota nykyisten ennusteidemme muodostama neutraali skenaario heijastelee. Kokonaisuutena myös skenaarioajattelun perusteella näemme osakkeen tuotto/riskisuhteen suotuisaksi, vaikka eri skenaarioiden todennäköisyyksiä on luotettavasti vaikea arvioida niiden riippuessa paljon poliittisista päätöksistä.

P/E (oik.)



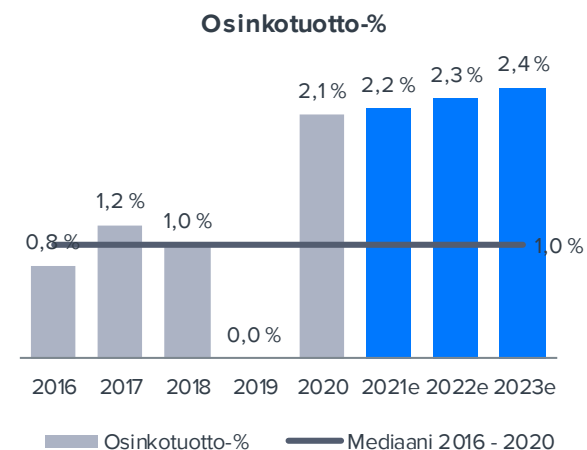
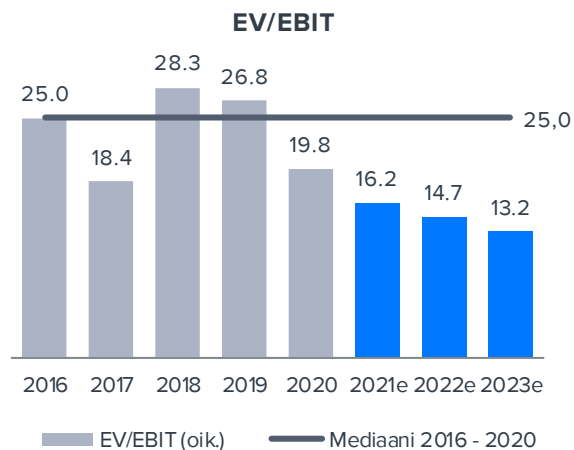
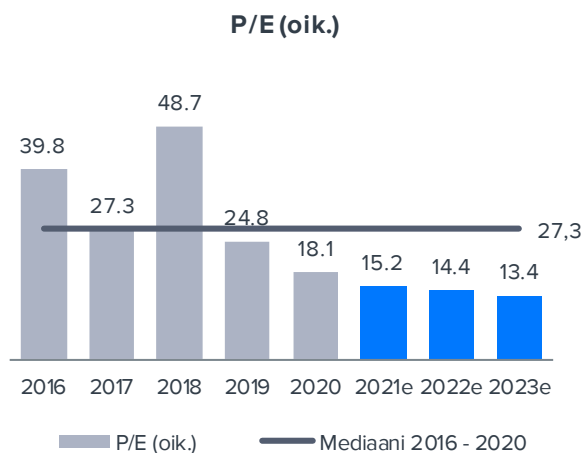
EV/EBITDA



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	18,4	13,7	10,0	15,3	9,38	11,0	11,0	11,0	11,0
Osakemäärä, milj. kpl	20,6	20,6	22,6	22,6	22,6	22,6	22,6	22,6	22,6
Markkina-arvo	380	282	226	346	212	249	249	249	249
Yritysarvo (EV)	417	369	408	557	417	428	407	388	367
P/E (oik.)	39,8	27,3	48,7	24,8	18,1	15,2	14,4	13,4	12,2
P/E	47,2	29,9	65,7	>100	24,0	15,2	14,4	13,4	12,2
P/Kassavirta	61,0	neg.	neg.	>100	69,4	6,9	8,4	8,5	8,3
P/B	3,9	2,8	1,9	3,4	1,9	2,0	1,9	1,7	1,5
P/S	1,0	0,7	0,5	0,7	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	1,0	0,9	0,8	1,1	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	14,9	11,1	9,1	11,6	7,9	7,0	6,5	6,2	5,7
EV/EBIT (oik.)	25,0	18,4	28,3	26,8	19,8	16,2	14,7	13,2	11,7
Osinko/tulos (%)	38,4 %	34,9 %	65,7 %	0,0 %	51,2 %	33,1 %	32,7 %	31,7 %	37,0 %
Osinkotuotto-%	0,8 %	1,2 %	1,0 %	0,0 %	2,1 %	2,2 %	2,3 %	2,4 %	3,0 %

Lähde: Inderes





# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Terveystalo Oyj	11,50	1485	1952	18,7	17,4	10,3	9,8	1,8	1,8	19,6	18,0	2,4	2,8	2,4
Mediclinic International PLC	342,00	2929	5562	23,6	16,1	11,7	9,2	1,6	1,5	29,1	15,5	0,2	1,4	0,8
Fresenius SE & Co KGaA	44,64	25085	59248	13,6	11,9	8,4	7,7	1,6	1,5	13,7	12,1	1,9	2,1	1,3
Netcare Ltd	1550,00	1377	2014	14,0	10,1	9,4	7,4	1,6	1,4	18,8	11,7	3,6	5,6	2,1
Ramsay Health Care Ltd	62,91	9095	14145	20,0	17,0	11,3	10,2	1,7	1,6	30,0	24,0	1,8	2,2	3,5
Orpea SA	104,05	6759	16347	30,1	26,7	15,4	14,0	3,9	3,6	28,0	23,4	1,3	1,5	1,9
Korian SA	30,80	3279	9881	25,5	21,7	10,8	9,7	2,3	2,2	25,4	19,2	1,8	2,0	1,1
LNA Sante SA	50,50	486	1278	19,4	16,9	9,2	8,4	1,9	1,8	17,6	14,4	1,0	1,1	2,4
Life Healthcare Group Holdings Ltd	2281,00	2031	2761	15,4	11,4	8,9	7,3	1,7	1,6	22,5	15,0	1,0	4,7	1,9
GHP Specialty Care AB	27,20	191	189	18,9	16,7	9,3	8,3	1,3	1,1	29,9	27,1	1,8	1,9	3,7
Attendo AB (publ)	41,86	679	1889	21,4	17,3	8,2	7,3	1,5	1,4	22,0	14,6	0,8	1,2	1,3
Rhoen Klinikum AG	15,66	1067	884	49,5	33,8	10,9	9,8	0,6	0,6	90,4	57,5		0,6	
Spire Healthcare Group PLC	253,50	1186	2418	20,7	18,1	10,7	9,8	2,0	1,9	72,6	41,6	0,6	1,4	1,5
Ambea AB (publ)	71,40	670	1540	20,4	17,5	9,1	8,3	1,3	1,3	15,3	12,5	1,8	2,3	1,4
<b>Pihlajalinna (Inderes)</b>	<b>11,00</b>	<b>249</b>	<b>428</b>	<b>16,2</b>	<b>14,7</b>	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>15,2</b>	<b>14,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,0</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>22,2</b>	<b>18,0</b>	<b>10,3</b>	<b>9,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>31,1</b>	<b>21,9</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>
<b>Mediaani</b>				<b>20,2</b>	<b>17,2</b>	<b>9,9</b>	<b>8,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,6</b>	<b>24,0</b>	<b>16,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-20 %</b>	<b>-14 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-53 %</b>	<b>-54 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-14 %</b>	<b>21 %</b>	<b>17 %</b>	<b>8 %</b>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	<b>519</b>	<b>133</b>	<b>115</b>	<b>124</b>	<b>137</b>	<b>509</b>	<b>140</b>	<b>137</b>	<b>132</b>	<b>141</b>	<b>549</b>	<b>569</b>	<b>585</b>	<b>603</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>47,9</b>	<b>12,1</b>	<b>8,5</b>	<b>16,7</b>	<b>15,2</b>	<b>52,5</b>	<b>15,2</b>	<b>14,9</b>	<b>16,4</b>	<b>14,6</b>	<b>61,2</b>	<b>62,6</b>	<b>63,0</b>	<b>63,9</b>
Poistot ja arvonalennukset	-37,7	-8,8	-8,4	-8,7	-8,4	-34,3	-8,7	-8,7	-8,7	-8,7	-34,8	-35,0	-33,5	-32,5
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>20,8</b>	<b>4,2</b>	<b>0,6</b>	<b>8,7</b>	<b>7,6</b>	<b>21,1</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>7,7</b>	<b>5,9</b>	<b>26,4</b>	<b>27,7</b>	<b>29,4</b>	<b>31,4</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>10,2</b>	<b>3,3</b>	<b>0,1</b>	<b>8,0</b>	<b>6,8</b>	<b>18,2</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>7,7</b>	<b>5,9</b>	<b>26,4</b>	<b>27,7</b>	<b>29,4</b>	<b>31,4</b>
Konserni	10,2	3,3	0,1	8,0	6,8	18,2	6,5	6,2	7,7	5,9	26,4	27,7	29,4	31,4
Nettorahoituskulut	-3,9	-1,4	-1,0	-1,1	-1,0	-4,4	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-3,9	-4,0	-4,0	-3,7
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>6,3</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,9</b>	<b>7,0</b>	<b>5,8</b>	<b>13,8</b>	<b>5,6</b>	<b>5,2</b>	<b>6,7</b>	<b>4,9</b>	<b>22,5</b>	<b>23,7</b>	<b>25,4</b>	<b>27,7</b>
Verot	-1,8	-0,6	0,1	-1,5	-2,7	-4,8	-1,1	-1,0	-1,3	-1,0	-4,5	-4,7	-5,1	-5,5
Vähemmistöosuudet	-1,1	-0,1	0,3	-0,8	0,5	-0,2	0,1	-0,7	-0,5	-0,5	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9
<b>Nettotulos</b>	<b>3,4</b>	<b>1,2</b>	<b>-0,6</b>	<b>4,6</b>	<b>3,6</b>	<b>8,8</b>	<b>4,6</b>	<b>3,5</b>	<b>4,9</b>	<b>3,4</b>	<b>16,4</b>	<b>17,3</b>	<b>18,6</b>	<b>20,3</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,62</b>	<b>0,09</b>	<b>0,00</b>	<b>0,23</b>	<b>0,19</b>	<b>0,52</b>	<b>0,20</b>	<b>0,15</b>	<b>0,22</b>	<b>0,15</b>	<b>0,72</b>	<b>0,76</b>	<b>0,82</b>	<b>0,90</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,15</b>	<b>0,06</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,20</b>	<b>0,16</b>	<b>0,39</b>	<b>0,20</b>	<b>0,15</b>	<b>0,22</b>	<b>0,15</b>	<b>0,72</b>	<b>0,76</b>	<b>0,82</b>	<b>0,90</b>

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	6,3 %	0,4 %	-11,6 %	1,0 %	2,6 %	-1,9 %	5,1 %	19,6 %	6,2 %	2,5 %	7,9 %	3,6 %	2,9 %	3,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	44,0 %	8 %	-72,3 %	-5,6 %	36,7 %	1,7 %	53,4 %	993,8 %	-11,0 %	-22,4 %	25,0 %	4,9 %	6,4 %	6,5 %
<b>Käyttökate-%</b>	9,2 %	9,1 %	7,4 %	13,5 %	11,1 %	10,3 %	10,9 %	10,9 %	12,5 %	10,4 %	11,1 %	11,0 %	10,8 %	10,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	4,0 %	3,2 %	0,5 %	7,0 %	5,5 %	4,1 %	4,7 %	4,5 %	5,9 %	4,2 %	4,8 %	4,9 %	5,0 %	5,2 %
<b>Nettotulos-%</b>	0,7 %	0,9 %	-0,5 %	3,7 %	2,6 %	1,7 %	3,3 %	2,5 %	3,7 %	2,4 %	3,0 %	3,0 %	3,2 %	3,4 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>362</b>	<b>348</b>	<b>360</b>	<b>355</b>	<b>351</b>
Liikearvo	174	174	174	174	174
Aineettomat hyödykkeet	19,1	16,3	20,5	17,3	15,3
Käyttöomaisuus	161	147	154	153	151
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	2,0	5,5	5,5	5,5	5,5
Laskennalliset verosaamiset	6,0	5,4	5,4	5,4	5,4
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>76,3</b>	<b>94,4</b>	<b>69,3</b>	<b>71,8</b>	<b>73,8</b>
Vaihto-omaisuus	2,3	3,4	3,7	3,8	3,9
Muut lyhytaikaiset varat	0,9	1,9	1,9	1,9	1,9
Myyntisaamiset	46,1	75,8	49,4	51,2	52,7
Likvidit varat	27,0	13,3	14,4	14,9	15,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>438</b>	<b>442</b>	<b>429</b>	<b>426</b>	<b>425</b>

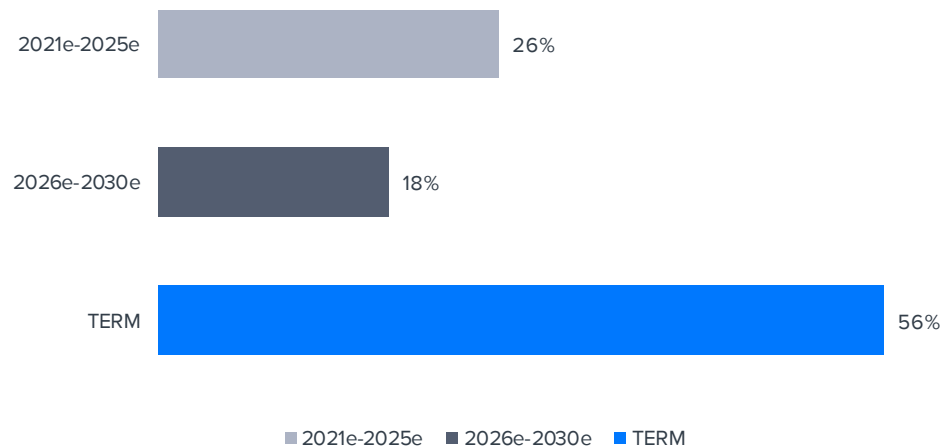
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
<b>Oma pääoma</b>	<b>106</b>	<b>115</b>	<b>127</b>	<b>139</b>	<b>151</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-15,4	-6,9	5,0	16,8	29,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	116	116	116	116	116
Vähemmistöosuus	5,0	5,2	5,2	5,2	5,2
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>208</b>	<b>195</b>	<b>153</b>	<b>137</b>	<b>123</b>
Laskennalliset verovelat	5,7	5,8	5,8	5,8	5,8
Varaukset	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Lainat rahoituslaitoksilta	200	188	146	130	116
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>125</b>	<b>132</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>151</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	20,8	20,1	37,1	33,3	29,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	102	109	110	114	118
Muut lyhytaikaiset velat	2,0	2,6	2,6	2,6	2,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>438</b>	<b>442</b>	<b>429</b>	<b>426</b>	<b>425</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>18,2</b>	<b>26,4</b>	<b>27,7</b>	<b>29,4</b>	<b>31,4</b>	<b>31,1</b>	<b>32,0</b>	<b>33,0</b>	<b>34,0</b>	<b>35,0</b>	<b>35,7</b>	
+ Kokonaispoistot	34,3	34,8	35,0	33,5	32,5	31,9	31,4	31,0	30,8	30,6	30,5	
- Maksetut verot	-4,1	-4,5	-4,7	-5,1	-5,5	-5,6	-5,8	-6,1	-6,4	-6,7	-6,9	
- verot rahoituskuluista	-0,9	-0,8	-0,8	-0,8	-0,7	-0,7	-0,6	-0,5	-0,4	-0,3	-0,2	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-23,8	26,5	2,6	2,3	2,5	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	1,6	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>23,7</b>	<b>82,4</b>	<b>59,7</b>	<b>59,4</b>	<b>60,1</b>	<b>59,3</b>	<b>59,6</b>	<b>60,1</b>	<b>60,8</b>	<b>61,5</b>	<b>60,6</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-20,5	-46,6	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0	-30,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,1</b>	<b>35,8</b>	<b>29,7</b>	<b>29,4</b>	<b>30,1</b>	<b>29,3</b>	<b>29,6</b>	<b>30,1</b>	<b>30,8</b>	<b>31,5</b>	<b>30,5</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	3,1	35,8	29,7	29,4	30,1	29,3	29,6	30,1	30,8	31,5	30,5	556
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>34,4</b>	<b>26,5</b>	<b>24,4</b>	<b>23,2</b>	<b>20,9</b>	<b>19,7</b>	<b>18,6</b>	<b>17,7</b>	<b>16,8</b>	<b>15,1</b>	<b>276</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		493	459	432	408	385	364	344	325	308	291	276
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>493</b>										
- Korolliset velat		-208,1										
+ Rahavarat		13,3										
-Vähemmistöosuus		-10,6										
-Osinko/pääomapalautus		-4,5										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>283</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>12,5</b>										

## Rahavirranjakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	37,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>7,6 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osaakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	487,8	518,6	508,7	<b>549,0</b>	<b>568,8</b>	EPS (raportoitu)	0,15	0,15	0,39	<b>0,72</b>	<b>0,76</b>
Käyttökate	44,8	47,9	52,5	<b>61,2</b>	<b>62,6</b>	EPS (oikaistu)	0,21	0,62	0,52	<b>0,72</b>	<b>0,76</b>
Liikevoitto	13,2	10,2	18,2	<b>26,4</b>	<b>27,7</b>	Operat. kassavirta / osake	2,17	1,85	1,05	<b>3,64</b>	<b>2,64</b>
Voitto ennen veroja	9,5	6,3	13,8	<b>22,5</b>	<b>23,7</b>	Vapaa kassavirta / osake	-4,93	0,08	0,14	<b>1,58</b>	<b>1,31</b>
Nettovoitto	3,4	3,4	8,8	<b>16,4</b>	<b>17,3</b>	Omapääoma / osake	5,36	4,47	4,85	<b>5,37</b>	<b>5,90</b>
Kertaluontoiset erät	-1,2	-10,6	-2,9	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,10	0,00	0,20	<b>0,24</b>	<b>0,25</b>
<b>Tase</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Taseen loppusumma	436,8	438,4	442,1	<b>428,9</b>	<b>426,3</b>	Liikevaihdon kasvu-%	15 %	6 %	-2 %	<b>8 %</b>	<b>4 %</b>
Oma pääoma	130,4	106,1	114,9	<b>126,7</b>	<b>138,6</b>	Käyttökateen kasvu-%	34 %	7 %	10 %	<b>17 %</b>	<b>2 %</b>
Liikearvo	169,9	173,6	173,6	<b>173,6</b>	<b>173,6</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	-28 %	44 %	2 %	<b>25 %</b>	<b>5 %</b>
Nettovelat	164,4	194,1	194,8	<b>168,3</b>	<b>148,8</b>	EPS oik. kasvu-%	-59 %	201 %	-16 %	<b>40 %</b>	<b>5 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>	Käyttökate-%	9,2 %	9,2 %	10,3 %	<b>11,1 %</b>	<b>11,0 %</b>
Käyttökate	44,8	47,9	52,5	<b>61,2</b>	<b>62,6</b>	Oik. Liikevoitto-%	3,0 %	4,0 %	4,1 %	<b>4,8 %</b>	<b>4,9 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	9,2	-0,8	-23,8	<b>26,5</b>	<b>2,6</b>	Liikevoitto-%	2,7 %	2,0 %	3,6 %	<b>4,8 %</b>	<b>4,9 %</b>
Operatiivinen kassavirta	49,1	41,8	23,7	<b>82,4</b>	<b>59,7</b>	ROE-%	3,1 %	3,0 %	8,4 %	<b>14,2 %</b>	<b>13,6 %</b>
Investoinnit	-160,0	-39,8	-20,5	<b>-46,6</b>	<b>-30,0</b>	ROI-%	4,9 %	3,1 %	5,6 %	<b>8,3 %</b>	<b>9,1 %</b>
Vapaa kassavirta	-111,6	1,8	3,1	<b>35,8</b>	<b>29,7</b>	Omavaraisuusaste	29,9 %	24,2 %	26,0 %	<b>29,6 %</b>	<b>32,5 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	126,0 %	182,9 %	169,6 %	<b>132,8 %</b>	<b>107,4 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>				<b>%-osakkeista</b>		<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
Lähitapiola Insurance				23,8 %		EV/Liikevaihto	0,8	1,1	0,8	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
Fennia Group				10,3 %		EV/EBITDA (oik.)	9,1	11,6	7,9	<b>7,0</b>	<b>6,5</b>
Mikko Wirén				10,2 %		EV/EBIT (oik.)	28,3	26,8	19,8	<b>16,2</b>	<b>14,7</b>
Elo Mutual Pension Insurance Company				5,6 %		P/E (oik.)	48,7	24,8	18,1	<b>15,2</b>	<b>14,4</b>
Fondita Fonder				4,1 %		P/B	1,9	3,4	1,9	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>
Leena Niemistö				3,1 %		Osinkotuotto-%	1,0 %	0,0 %	2,1 %	<b>2,2 %</b>	<b>2,3 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liikeytoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Lisätietoja Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

## Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
7.5.2018	Lisää	13,50 €	11,94 €
21.6.2018	Vähennä	11,00 €	11,10 €
1.7.2018	Lisää	12,00 €	11,28 €
20.8.2018	Vähennä	11,00 €	11,50 €
5.11.2018	Vähennä	11,00 €	10,88 €
18.2.2019	Vähennä	10,50 €	10,20 €
8.4.2019	Lisää	10,50 €	9,80 €
6.5.2019	Lisää	12,00 €	11,36 €
18.8.2019	Lisää	11,00 €	10,32 €
5.11.2019	Vähennä	16,00 €	15,40 €
16.2.2020	Vähennä	16,00 €	15,28 €
30.3.2020	Osta	16,00 €	13,14 €
8.4.2020	Lisää	16,00 €	14,65 €
12.5.2020	Lisää	16,00 €	14,80 €
18.8.2020	Lisää	16,00 €	14,90 €
30.9.2020	Vähennä	11,00 €	10,80 €
5.11.2020	Lisää	10,50 €	9,48 €
22.2.2021	Lisää	11,50 €	10,70 €
10.5.2021	Lisää	12,50 €	11,76 €
7.6.2021	Lisää	12,50 €	11,00 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen  
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen  
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**